

DOCUMENTS DE TRAVAIL

N°76

Mai 2004



Laurent MULLER

LA PROTECTION DES INVESTISSEURS ET LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE DANS LE CADRE DU DROIT EUROPÉEN ET DU DROIT INTERNATIONAL

THE PROTECTION OF INVESTORS AND CORPORATE GOVERNANCE IN EUROPEAN AND INTERNATIONAL LAW SYSTEM

RESUME – En réaction aux multiples scandales en matière de fraude financière, les législateurs américain et européens ont réagi en élaborant de nouvelles lois, ayant comme buts principaux de mieux protéger les investisseurs et de rétablir la confiance sur les marchés financiers. Dans le présent travail, les changements dans les systèmes juridiques européens et américains seront présentés et discutés du point de vue des investisseurs ainsi que de celui d'une bonne gouvernance d'entreprise. Il sera montré que les nouvelles lois sont susceptibles d'atteindre leur but, bien qu'à certains égards elles puissent paraître restrictives et compliquées en ce qui concerne leur application. En plus, il sera montré que l'Union Européenne a besoin de rattraper les Etats-Unis sur le plan institutionnel. En dernier lieu sera élaborée une proposition comment les réglementations européennes et américaines pourraient aboutir vers une reconnaissance mutuelle.

ABSTRACT – Recent scandals of financial fraud forced both American and European legislators to react by setting up several new laws and regulations in order to better protect investors and to re-establish the public's trust towards the financial markets. In this essay the specific changes in the German, European and American legal systems will be highlighted and discussed from the investors' perspective as well as from the background of an effective corporate governance. It will be proven that the new rules will probably reach their goals, although they sometimes might be too regulative and complicated in their application. Furthermore it will be shown that the European Union has, in comparison to the United States, also some work to do on the institutional level. At last, a proposal of how the European and American regulations could turn towards a mutual recognition on both continents will be elaborated.

**LA PROTECTION DES INVESTISSEURS ET LA
GOUVERNANCE D'ENTREPRISE DANS LE CADRE DU
DROIT EUROPÉEN ET DU DROIT INTERNATIONAL**

**THE PROTECTION OF INVESTORS AND CORPORATE
GOVERNANCE IN EUROPEAN AND INTERNATIONAL LAW
SYSTEM**

Sommaire

I.	Introduction.....	2
II.	La gouvernance d'entreprise	3
	1. Les critères de gouvernance	3
	2. L'adéquation des critères.....	4
	3. La gouvernance en Allemagne	4
	4. Qu'est-ce qu'une « bonne » gouvernance ?	5
III.	Evolutions et explications des systèmes de gouvernance d'entreprise en Europe et aux Etats-Unis	7
	1. Certaines « nouveautés » générales.....	7
	2. Le « nouveau » droit européen des affaires.....	7
	3. Le problème du traitement des stock-options.....	9
	4. Les différences entre l'Europe et les Etats-Unis	9
	5. Le Sarbanes-Oxley Act.....	10
	a. Le problème des « sur-réglementations »	10
	b. Les conséquences du Sarbanes-Oxley Act.....	10
	c. L'influence du Sarbanes-Oxley Act.....	11
	6. Vers une reconnaissance mutuelle des systèmes Européens et Américains ..	11
	7. Perspectives d'avenir au niveau de l'Union Européenne	12
IV.	Conclusion.....	14
	Annexes.....	16
	Bibliographie.....	22

I. Introduction

Suite à un certain nombre de scandales liés à des problèmes de gouvernance¹ et menant à des faillites d'entreprises, les plus célèbres étant *Enron Corp.* et *WorldCom Inc.* aux Etats-Unis,² beaucoup d'actionnaires n'ont pas seulement perdu leur fortune,³ mais aussi la confiance dans les marchés financiers. Dans certains cas, on a eu l'impression que les dirigeants de ces entreprises en étaient aussi les propriétaires.⁴ Le gouvernement des Etats-Unis a réagi très vite après ces événements, en mettant en œuvre notamment de nouvelles lois avec comme but principal de protéger les investisseurs.⁵ La confiance, ainsi que le fonctionnement des marchés de capitaux devraient ainsi être rétablis.

La plus célèbre des nouvelles lois américaines est la « Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act ».⁶ Cette loi est mieux connue sous le nom de « Sarbanes-Oxley Act » (SOA), « *Paul Sarbanes* » et « *Michael Oxley* » étant deux membres du Congrès américain qui ont beaucoup contribué dans la mise en place de cette législation et au sujet de laquelle le Président américain *George W. Bush* déclarait lors de sa signature le 30 juillet 2002, que ce serait « the most far reaching reform of American business practices since the time of *Franklin Delano Roosevelt* ».⁸

A première vue, on dirait que les nouvelles réglementations américaines ont seulement renforcé les sanctions qui effectivement se sont fortement accrues récemment. Les amendes des années 90 peuvent être vérifiées sur internet où une liste des « 100 Corporate Criminals of the 1990's »⁹ a été publiée. Des entreprises ainsi que des dirigeants y figurent en même temps que le montant de leur amende. En tête de cette liste figure *Hoffmann-La Roche* qui s'est vue affliger une amende de 500 Mio. USD ; en 2003 par contre la *Citigroup* a été sommée de payer 1,4 Mia. USD, après un arrangement avec la SEC¹⁰ et le parquet de New York pour cause notamment de pratique de « scalping »¹¹.

¹ Cf. : annexe 1.

² Cf. : annexe 2.

³ D'après des estimations les investisseurs auraient perdus 40 Mia. USD. Cf. : *Litan*, Newsletter from Wharton Business School. <http://knowledge.wharton.upenn.edu>

⁴ Par exemple si l'on considère la détention d'options d'achats de la plupart des dirigeants sur les actions de l'entreprise, ou les primes de départ ou bien si l'on considère simplement les salaires des directeurs. La relation du salaire le plus élevé au plus faible, qui était à un facteur de 40, il y a vingt ans, est aujourd'hui à un facteur de plus de 500. Cf. aussi annexe 8.

⁵ Les élections du congrès en Novembre 2002 ont augmenté la pression de réagir.

⁶ On peut avoir l'impression que les américains réagissent avec des nouvelles lois sur les scandales financiers. C'était en 1929 après la crise boursière que les deux plus importants piliers du droit des marchés de capitaux ont été votés, le « Securities Act of 1933 » (SA) et le « Securities Exchange Act of 1934 » (SEA).

⁷ Sous *Roosevelt* le SA et le SEA ont été signés.

⁸ Citation tirée de *Bloomenthal* (2002), p. xi.

⁹ Cf. : www.corporatecrimereporter.com/top100.html#Briefs et annexe 3.

¹⁰ Securities and Exchange Commission. C.f. www.sec.gov

¹¹ Dans le cas général le « scalper » achète des titres avec l'intention de recommander ces titres et de les vendre après la hausse, qui est essentiellement dû à cause de la recommandation, des titres. Voir sur ce sujet: *Lenenbach* (2003), p. 243.

En Europe, où ce problème n'est pas passé inaperçu, quelques réformes sont aussi en train de voir le jour. La Commission Européenne a réalisé une analyse des effets de la débâcle d'*Enron* sur l'Union Européenne (UE).¹² Ce rapport pousse les responsables politiques à agir afin que les dispositions appropriées rentrent dans le droit commercial européen pour empêcher entre autres les pratiques de comptabilité « créative ».

On peut néanmoins préciser que les systèmes juridiques des deux côtés de l'atlantique diffèrent non seulement par leur nature¹³, mais aussi au niveau de la cible qui doit être protégée. Le droit des affaires européen essaye en effet de mettre à l'abri tous les tiers qui risquent d'être nuis. On parle alors de la protection des « Stakeholders ». Aux Etats-Unis par contre, la protection des actionnaires « Shareholders » est non seulement le but principal des entreprises, mais cette dernière constitue aussi la priorité dans la législation et dans les jurisprudences.¹⁴

Le but de ce travail est d'analyser ce que les scandales aux Etats-Unis ont fait changer en Allemagne et au niveau de l'UE dans le domaine de la gouvernance d'entreprise ainsi que dans la protection des investisseurs, sachant que l'une n'exclut pas l'autre. Ce travail se limitera à la protection des investisseurs (Shareholders), écartant notamment la protection des tiers (Stakeholders).

Sur le plan de la terminologie adoptée je voudrais souligner que le mot « entreprise » ou « société » est toujours employé dans le sens d'une entreprise de capitaux cotée en Bourse. D'autre part, j'aimerais brièvement expliquer la relation entre la gouvernance d'entreprise et la protection des investisseurs. Dans les sociétés de capitaux, il existe une séparation entre la propriété et la disposition. La relation entre l'actionariat et le management peut être décrite comme une relation entre un « principal » et un « agent ».¹⁵ L'actionariat (le « principal ») est le donneur d'ordre (mandant), alors que le management (l'« agent ») est le mandataire, qui se voit investi d'une mission de diriger les affaires. Il va de soi que le management n'a donc pas le droit de gouverner de telle façon, que le donneur d'ordre peut être nuï dans ses intérêts. On voit donc très bien que la gouvernance et la protection des actionnaires (investisseurs) sont très étroitement liées.

II. La gouvernance d'entreprise

1. Les critères de gouvernance

La première question qui a besoin d'être clarifiée concerne les règles qui définissent une « bonne » gouvernance d'entreprise. Il existe des « critères internationaux »¹⁶ qui

¹² Cf. : Communiqué de presse de l'UE du 18. Avril 2002.

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/ecofin_2004_04_enron_fr.pdf

¹³ En Europe continental le droit est codifié (« code law ») quant aux Etats-Unis, on parle plutôt du « case law ».

¹⁴ Les tiers peuvent se protéger par des garanties comme par exemple les « covenants ». Suite à un certain événement, les contrats peuvent être renégociés.

¹⁵ Cf. : Théorie du « contrat d'agence ».

¹⁶ Voir par exemple les principes de gouvernance établis par l'OCDE.

ont obtenu une certaine reconnaissance et qui ont été convertis dans les nouvelles législations américaines¹⁷ et européennes¹⁸.

Si le conseil d'administration doit être assez restreint en membres, il est par contre nécessaire, selon de multiples études internationales, que le nombre de « boards committees »¹⁹ soit élevé, et qu'il y ait au moins un « comité d'audit »²⁰. Par ailleurs, il est communément considéré, qu'il serait avantageux que les directeurs soient de nationalités différentes et qu'il y ait au moins 8 séances²¹ du conseil d'administration par an.

2. L'adéquation des critères

Est-ce que le respect de ces critères, élaborés après les dysfonctionnements, évitera forcément de futurs scandales de gouvernance, sachant qu'*Enron* et *WorldCom* remplissaient déjà beaucoup de ces caractéristiques ? Ainsi *Enron* disposait par exemple d'un comité d'audit et collaborait avec un professeur d'université très renommé comme conseiller dans le domaine de la finance et de la comptabilité.²² Les deux entreprises en question disposaient également d'un certain nombre de « board committees ».

3. La gouvernance en Allemagne

Les avis sur la structure de la gouvernance varient désormais. *Jaap Winter*²³ a soutenu par exemple que ce serait mieux de laisser l'organisation de la gouvernance s'effectuer tout simplement par le marché. Si, au contraire, des efforts d'harmonisation des critères de gouvernance étaient entamés, cela entraînerait beaucoup de changements, en particulier pour les entreprises allemandes.²⁴

Pour illustrer la relation entre les « critères internationaux » et la gouvernance des sociétés allemandes, prenons l'exemple de la *Deutsche Bank* qui, en 2002, a réduit son comité de direction et instauré un « executive committee », qui s'est chargé d'analyser l'évolution des différents départements, de discuter la stratégie et de préparer les décisions du comité de direction.²⁵ Le résultat de cette démarche fut

¹⁷ Notamment dans le « Sarbanes Oxley Act » du 30. Juillet 2002.

¹⁸ Cf. : annexe 4.

¹⁹ Parfois aussi appelé « executive committee ». Ces comités se chargent d'assister et de conseiller la direction générale.

²⁰ Un tel comité contrôle la direction. Selon la SEC, il doit y avoir au moins un « financial expert » dans ce comité. Les critiques autour de ce comité sont essentiellement dû au fait que la direction nomme ce comité d'audit elle-même.

²¹ La moyenne européenne est de 8 séances du conseil d'administration par an.

²² Aujourd'hui 80% des entreprises cotées en Bourse ont un comité d'audit.

²³ *Jaap Winter* étant le président du groupe d'experts au niveau du droit des sociétés en Europe. Il a été nommé par le commissaire *Frits Bolkestein* pour élaborer des propositions d'amélioration du cadre du droit des sociétés dans l'Union Européenne.

²⁴ Le modèle allemand oblige les entreprises à avoir une « cogestion ». Des représentants d'employés et des consommateurs ainsi que des écologistes font parti du conseil d'administration. Ce fait est désormais incompatible avec les « critères internationaux » de gouvernance d'entreprise. Ceci a même été intégré dans le concept de la société de capitaux européenne, *Societas Europaea* (S.E.).

²⁵ Informations du Groupe Deutsche Bank: <http://www.deutsche-bank.de>

immédiat. Dans une étude de *DWS Investments*²⁶ où la gouvernance des EURO-STOXX-50-Entreprises a été comparée, la *Deutsche Bank* s'est classée à la 3^{ème} place ainsi qu'à la 1^{ère} place parmi les entreprises allemandes.

On peut conclure que le conseil d'administration « classique » des entreprises allemandes ne répond plus aux exigences d'aujourd'hui. Ce dernier devrait dès lors se comporter plutôt comme un conseiller avec la vision d'une certaine stratégie, qu'un simple comité de surveillance. Pour y aboutir, le nombre de membres de cet organe doit, comme on l'a déjà vu plus haut, être réduit et le conseil d'administration doit se réunir plus souvent pour augmenter l'efficacité de son travail. En plus, les qualifications de *tous* les membres doivent être telles que les différentes tâches qui leur sont assignées puissent être assurées parfaitement.

Un point qui nécessite d'être discuté dans ce contexte est celui du cumul des mandats. Il est clair que des conflits d'intérêts peuvent être déclenchés si des personnes font partie de beaucoup de conseils d'administration.²⁷ En Allemagne, il n'est pas rare de trouver des gens appartenant à dix conseils.²⁸ Il va de soi qu'avec de telles charges, on ne peut exécuter son travail comme il le faudrait. Inversement, si les exigences étaient relevées aux standards internationaux, le problème de l'accumulation des mandats ne se poserait plus à cause de la surcharge du travail qui en résulterait.

Une étude de *McKinsey* faite en 2002 a montré l'importance d'une « bonne » gouvernance.²⁹ Les résultats ont montré que le type de gouvernance est un facteur essentiel pour un investisseur qui décide d'investir. La plupart des actionnaires (78% en Europe) sont prêts à payer un prix plus élevé³⁰ pour une action d'une entreprise qui est bien gouvernée.³¹ Le respect de « certains » critères de gouvernance est donc un avantage comparatif pour une entreprise sur les marchés financiers. Comme on sait que la manière de diriger les entreprises allemandes est quelque peu différente des critères internationaux, peut-on en conclure que les sociétés allemandes seraient de mauvais objets d'investissements ?

4. Qu'est-ce qu'une « bonne » gouvernance ?

Pour répondre à cette question posée plus haut, je dirais que la relation entre les critères de gouvernance et une gestion d'entreprise efficace n'est vraie que dans une certaine limite. Une « bonne » gouvernance ne peut désormais pas simplement être

²⁶ Cf. : [http://info.dws.de/dws/int/news/.nsf/doc/SMER-5EPGSJ/\\$file/Corporate-Governance-Survey02EN.pdf](http://info.dws.de/dws/int/news/.nsf/doc/SMER-5EPGSJ/$file/Corporate-Governance-Survey02EN.pdf)

²⁷ Ceci est encore plus accentué en Allemagne où l'économie (industrie et secteur financier) est très étroitement liée en terme d'actionariat. Le financement se fait d'ailleurs essentiellement par l'intermédiaire des banques et non pas par les marchés financiers comme par exemple aux Etats-Unis. Le financement par des fonds propres ne s'élève qu'à 20%.

²⁸ Pour comparer: La « National Association of Corporate Directors » des Etats-Unis a placé la barre à un maximum de quatre mandats.

²⁹ Cf. : *McKinsey*: Global Investor Opinion Survey: Key Findings (2002). Download: <http://www.mckinsey.com/practices/corporategovernance/PDF/GlobalInvestorOpinionSurvey2002.pdf>

³⁰ Des investisseurs institutionnels payeraient, selon cette étude, entre 18% et 27% de plus.

³¹ Il reste quand même à vérifier si ces chiffres ne sont des réactions immédiates aux scandales de comptabilité. Il est évident que la sensibilité du public envers la gouvernance des entreprises a été augmentée de façon considérable après ces événements.

déterminée en simple réponse à un catalogue de critères. Le caractère de qualité attachée à la gouvernance est en effet le résultat d'effets dont la mesure est très difficile à définir et à apprécier. Si la direction de l'entreprise doit agir en « bon père de famille », les mots clés en matière de gouvernance sont plutôt « corporate responsibility » ou « compliance ».

Dans tous les domaines de l'entreprise, tant au niveau de la gestion, que chez les employés, *tout* doit être assuré pour respecter scrupuleusement les lois et les règlements. Le but n'est donc non pas d'éviter des amendes, mais de construire et de préserver la bonne image de la société notamment au moyen de la gestion du risque légal et des procédures de « compliance » qui en font partie.

Les entreprises se permettent ainsi de se présenter au public et aux investisseurs comme des cibles d'investissements intéressantes. Le résultat de telles initiatives sera la construction d'une relation de confiance entre la société en tant que « corporate citizen » et le public en général, en ce compris les consommateurs, fournisseurs ou actionnaires. Beaucoup d'entreprises allemandes peuvent se prévaloir de telles relations de confiance et leurs actionnaires croient que « leur » entreprise est incapable d'agir frauduleusement.

L'évaluation de la gouvernance ne peut donc pas se limiter à mesurer le respect de simples critères. Ces derniers ne sont que des moyens pour (éventuellement) aboutir à la création de relations de confiance entre le management et le public intéressé. Ces images, qui ne se résument d'ailleurs pas par de simples images stéréotypées créées par une stratégie de marketing, peuvent d'ailleurs être cultivées différemment par les entreprises.

A part le cas des entreprises allemandes vu plus haut, on peut aussi jeter un regard au Japon. L'organisation des entreprises y est totalement différente de celle des sociétés occidentales et la confiance du public (justifiée ou non) y est assez élevée. La *Toyota Motor Company* a par exemple un comité de direction comprenant 60 (!) membres, dont un seul directeur externe.³² Les directeurs gagnent aussi beaucoup moins que les directeurs en Europe ou aux Etats-Unis.³³

L'inverse est d'ailleurs également possible. Une entreprise qui se soumet totalement au SOA, peut néanmoins agir frauduleusement.

³² Aux Etats-Unis le comité de direction comprend en moyenne 13 membres ; deux tiers de l'effectif sont des « outside directors », qui ne sont pas des « officers » et qui exécutent ce travail en dehors de leur profession principale. Les « inside directors » sont des « officers » et sont responsables de la gestion de l'entreprise.

³³ En Allemagne il y a beaucoup de discussions concernant les salaires des dirigeants. Ces rémunérations devront probablement être publiées intégralement à l'avenir. Un autre point de discussion est l'assurance pour les dirigeants (Directors & Officers Liability Insurance).

III. Evolutions et explications des systèmes de gouvernance d'entreprise en Europe et aux Etats-Unis

1. Certaines « nouveautés » générales

L'instauration de codes qui ne sont pas obligatoires³⁴ ou bien de certaines « best practices » peut être jugée comme une évolution positive. Les entreprises ont ainsi le choix d'organiser leur gouvernance « sur mesure ». Avec le principe « comply or explain »³⁵ il est aussi possible de voir pour l'actionnaire lesquels des points de la gouvernance ont été suivis et lesquels non et ce pour quelle raison. La gouvernance devra donc être structurée individuellement pour chaque entreprise. Cela n'a aucun sens de préciser à une société quelle route elle doit suivre, par contre la direction dans laquelle elle se meut vaut mieux être claire.

2. Le « nouveau » droit européen des affaires

Dans l'avenir, la gouvernance en Europe va dépendre du droit des marchés des capitaux.³⁶ Le droit des sociétés s'est constamment développé depuis les années 50 lorsque les Européens ne connaissaient, contrairement aux Américains, pas encore le droit des marchés des capitaux comme discipline pour régler certains problèmes. Cette différence entre l'Europe et les Etats-Unis a d'abord besoin d'être réduite. Pour y arriver, des critères « internationaux »³⁷ vont être instaurés dans les systèmes de droit des marchés de capitaux européens. Suite à ces adaptations du droit en Europe, l'actionnaire va acquérir un double rôle, cumulant celui d'actionnaire avec celui d'investisseur. Il en résulte qu'à part sa position de membre de la société (en tant qu'actionnaire), il bénéficiera (en tant qu'investisseur) du respect de ses intérêts financiers. Il y aura donc une différence nette entre le droit des sociétés et le droit des marchés de capitaux en Europe.

Cette rupture de système a été mise en œuvre en Europe continentale par le règlement du Parlement européen et du Conseil sur l'application des normes comptables internationales.³⁸ La Commission Européenne n'a en effet pas poursuivi l'initiative d'harmonisation du droit comptable, mais a accentué par contre ses directives sur une comptabilité axée sur les marchés de capitaux.³⁹

Ce cadre juridique de type anglo-saxon peut aussi être retrouvé dans les jugements de la Cour Européenne de Justice. Les jurisprudences « *Centros* »⁴⁰ et « *Überseering* »⁴¹

³⁴ Comme par exemple le code de gouvernance allemand (« Deutscher Corporate Governance Kodex »).

³⁵ Par ce système, le management déclare point par point si le code de gouvernance est respecté ou non. En cas d'un non-respect, il doit y avoir une explication pourquoi les règles du code n'ont pas été suivies. Cette démarche augmente la transparence.

³⁶ Il y a aussi des voix qui s'opposent à cette évolution, comme par exemple les « German Experts on Corporate Law ».

³⁷ Voir plus haut point I.1.

³⁸ Règlement (CE) N° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19. Juillet 2002 sur l'application des normes comptables ; Journal officiel N° L 243 du 11/09/2002 p. 0001 – 0004.

³⁹ En 1973 avec l'admission de la Grande Bretagne et l'Irlande dans l'Union Européenne il y a eu la première introduction d'un système de comptabilité anglo-saxon en Europe. Après cette date la politique de la Commission Européenne s'est de plus en plus tournée vers ces normes de comptabilité.

⁴⁰ Jurisprudence de la Cour Européenne de Justice du 9.3.1999, N°. C-212/97.

donnent au moins une certaine tendance au niveau du droit européen des sociétés dans le sens que la théorie du siège social⁴² serait rejetée à l'avenir pour faire place à la théorie du lieu de la création de la société⁴³.

De cette manière, le système européen ressemblera de plus en plus au système américain⁴⁴ et la question qui émerge est de savoir si l'UE ne se nuit pas elle-même, en instaurant le même cadre juridique qui a permis les fraudes financières aux Etats-Unis. Pour mieux répondre à cette question, expliquons quelques causes des récents scandales comptables.

Un premier facteur était que le marché de l'audit ne fonctionnait pas comme il l'aurait fallu, la pression de la concurrence ayant été trop élevée.⁴⁵ Ce problème reste cependant irrésolu.

Un deuxième élément explicatif est le mode de rémunération des cadres dirigeants, notamment celui des stock-options qui fait dépendre une grande partie de la rémunération des cadres dirigeants de l'évolution des cours des actions de l'entreprise qu'ils dirigent. Par cette mesure, ceux-ci permutent leur rôle vis-à-vis de l'entreprise qu'ils sont censés diriger, de telle sorte que la séparation entre disposition et propriété n'est plus garantie. En revanche, le système ne fonctionne guère à la baisse : si le cours des actions diminue, le « salaire » des cadres ne diminue pas, ou du moins pas dans les mêmes proportions en vigueur en cas de hausse des cours. Ce système de rémunération asymétrique est de nature à provoquer une propension pour les cadres dirigeants à augmenter le risque couru par l'entreprise pour pousser le cours des actions à la hausse. Cette démarche peut inciter jusqu'à la falsification de bilans. « *Beaucoup de programmes de stock-options sont des jeux de loterie, qui offrent aux cadres dirigeants de gros gains, sans avoir d'enjeu personnel – si seulement les actions montent avec le reste du marché.* »⁴⁶

On peut brièvement noter que les agences de « rating » ont également une certaine responsabilité dans les suites des effondrements boursiers. Celles-ci ont réagi trop tard et n'ont pas suffisamment prévenu les actionnaires.⁴⁷ D'autre part la SEC n'a remarqué qu'après les scandales que les contrôles n'ont pas été faits de manière

⁴¹ Jurisprudence de la Cour Européenne de Justice du 5.11.2002, N°. C-208/00.

⁴² Selon cette théorie, l'implantation de l'entreprise est définie selon le lieu où se trouve véritablement le siège de la société ; c'est-à-dire le lieu, où les décisions importantes sont prises. Une société est donc aussi pleinement imposable dans le pays où ces décisions sont prises. Si ce lieu diffère avec le lieu où la société a été créée, une condition des statuts de l'entreprise n'est plus respectée ce qui cause la dissolution de la société. Un déplacement de l'entreprise n'est donc guère possible.

⁴³ Si une entreprise est une fois (réellement) créée, elle peut, comme personne morale autonome, quitter le territoire du droit selon lequel elle a été créée pour s'implanter ailleurs. La société reste quand même la même entité qu'elle était lors de sa création. Le problème qui en résulte est que les sociétés peuvent ainsi s'implanter quelque part où l'imposition est la plus favorable pour elles. Ce système est majoritairement appliqué aux Etats-Unis.

⁴⁴ Voir aussi note de bas de page n°69, le « système américain » est beaucoup plus axé sur les marchés de capitaux. Le résultat est le facteur le plus important pour les actionnaires.

⁴⁵ Cf. *Sunder* (2003), p. 148-150.

⁴⁶ Citation tirée du journal « Die Welt » du 25.6.2004, p. 24.

⁴⁷ Le « rating » d'*Enron* a uniquement été baissé légèrement en Novembre 2001 par Standard & Poor's. Cette tendance s'est accentuée plus fortement vers la mi-novembre. L'insolvabilité d'*Enron* a été proclamée le 3. Décembre 2001. Le « rating » n'anticipait donc pas vraiment cet effondrement.

comme il le fallait. Cette institution a réagi par l'augmentation de son budget de fonctionnement et de son personnel.

Pour répondre à la question posée plus haut, je voudrais préciser que les scandales ne sont pas nécessairement dus à un cadre juridique organisé sur le droit des marchés de capitaux et le fait d'importer le système juridique américain en Europe ne va pas entraîner automatiquement des fraudes financières chez nous. Il y a par exemple aussi un facteur culturel qui joue un rôle dans l'explication de ces événements.

Leisenring décrit par exemple la mentalité des cadres américains de la façon suivante : « *Tell me where it says I can't do what I want to do.* »⁴⁸ En d'autres termes, tout ce qui n'est pas explicitement interdit est permis. Cette mentalité explique en partie la haute complexité des législations américaines.

3. Le problème du traitement des stock-options

Le PDG d'*Enron*, *Kenneth L. Lay* avait encore vendu, juste avant l'effondrement de sa société, un paquet d'actions pour 70 Mio. USD. Or, ni les nouvelles lois allemandes, ni le SOA n'ont traité cette méthode de rémunération de façon restrictive. *Winter* a au moins proposé que de tels programmes fassent l'objet d'une approbation par l'assemblée générale. Le fait que les stock-options connaissent un grand soutien dans le public montre par exemple un essai de réforme du FASB⁴⁹ qui date de l'année 1994. 98 des 100 sénateurs se sont opposés à une réglementation plus sévère des stock-options.⁵⁰

Les droits des actionnaires ont quand même été renforcés aux Etats-Unis en Juillet 2003 avec l'instauration de la nécessité d'approbation des programmes de stock-options par l'assemblée générale comme condition d'admission au NYSE⁵¹ et au NASDAQ⁵². Sous le point de vue d'une bonne gouvernance, ces options d'achats devraient être complètement interdites ou bien très sévèrement réglementées. La *Lufthansa* est un bon exemple dans ce contexte. Les cadres reçoivent juste une réduction de 20% sur l'achat d'actions de leur entreprise. Ils s'exposent donc aussi à un certain risque, bien qu'ils n'en soient pas totalement menacés. La *Deutsche Telekom* n'offre d'autre part plus aucun moyen préférentiel aux dirigeants pour acheter des stock-options. Le PDG *Ricke* est d'avis que désormais on ne pourrait plus défendre une telle mesure vis-à-vis du public. En cas d'une interdiction de stock-options, les investisseurs auraient une certaine garantie que le risque entrepreneurial ne sera pas augmenté pour cause de poursuite d'un intérêt personnel de la direction. Les décisions seraient dans un tel cas libres d'incitations de cette nature.⁵³

4. Les différences entre l'Europe et les Etats-Unis

Le PDG de *Porsche*, *Wiedeking* décrit la manière des publications intermédiaires aux Etats-Unis avec les analyses et pronostics qui y sont attachés comme une « mentalité

⁴⁸ Cf. : Newsletter de la Wharton Business School. <http://knowledge.wharton.upenn.edu>

⁴⁹ Financial Accounting Standards Board ; www.fasb.org

⁵⁰ Cf. : *Sunder* (2003), p. 146.

⁵¹ New York Stock Exchange.

⁵² Cf. : www.nasdaq.com

⁵³ Une telle interdiction devrait se limiter à l'acquisition de « nouvelles » actions.

de casino ». On devrait plutôt se concentrer sur le succès de l'entreprise à long terme et respecter les intérêts des employés et des tiers en général.⁵⁴ Un tas de sociétés et d'organisations européennes s'opposaient à la publication des chiffres trimestriels avec comme motif que de telles publications seraient responsables de l'accroissement des volatilités des cours boursiers.

Ces différents points de vue (« Shareholder » ou « Stakeholder ») vont sûrement, de manière plus ou moins intensive, rester dans les têtes sur les deux continents. L'UE se dit consciente du risque d'agir sur ce terrain et essaye aussi d'éviter des stimuli comme la préférence des investisseurs pour le court terme. La différence d'action entre le législateur Européen et Américain est bien visible si l'on jette un coup d'œil sur la manière et avec quelle vitesse les lois sont élaborées et mises en œuvre sur les deux bords de l'atlantique.

5. Le Sarbanes-Oxley Act

a. Le problème des « sur-réglementations »

Le SOA est souvent critiqué de vouloir trop réglementer et de ne laisser ainsi aucune place aux interprétations faites par les entreprises. Ceci est d'une part dû à cause de la mentalité décrite plus haut, mais par cette mesure le gouvernement des Etats-Unis voulait aussi affirmer sa volonté d'agir de façon très stricte et très sévère pour que de tels scandales ne se reproduisent plus.

Ces « sur-réglementations » sont d'ailleurs aussi très chères et elles peuvent même avoir des effets dissuasifs pour l'économie des Etats-Unis. Les sociétés américaines doivent, par exemple, après l'instauration du SOA dépenser jusqu'à 15 Mia. USD de plus pour mettre en place un système adéquat de management du risque légal.⁵⁵ En 2000 les introductions en Bourse de sociétés étrangères ont rapporté à la collectivité des Etats-Unis environ 30 Mia. USD.⁵⁶ Ces introductions sont à présent en régression. Pour illustrer ce fait, on peut citer *Porsche* ou bien *Daiwa Securities* qui voulaient en 2003 d'abord repenser leur initiative d'être coté au « Big Board » à New York. La *Benfield Group* s'est finalement engagée à la Bourse de Londres au lieu de New York qui était initialement prévu. Après d'autres cas similaires, les réglementations du SOA, ainsi que les conditions d'admission aux différentes Bourses aux Etats-Unis ont été assouplies pour rétablir leur attractivité.

b. Les conséquences du Sarbanes-Oxley Act

Les conséquences du SOA sont multiples et la transparence gagnera sûrement en clarté ! Mais d'autre part, il y aura aussi beaucoup plus de transactions non comptabilisées à travers des « special purpose vehicles »⁵⁷ ainsi que beaucoup plus de travail pour les juristes et les avocats. A présent, on ne peut pas dire avec certitude

⁵⁴ Cf. : « Der Spiegel » du 2.6.2001, p. 110-112.

⁵⁵ Cf. : « The Business » du 11/12 Mai 2003, p. 23.

⁵⁶ Cf. : « Handelsblatt » du 13. Novembre 2002, p. 11.

⁵⁷ Seulement une certaine partie des transactions non-comptabilisées doivent aux Etats-Unis être déclarées dans le MD&A (Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results Operation). On sait d'ailleurs que seulement le résultat a d'importance pour les marchés de capitaux. Or, ces transaction qui sont passées à côté du bilan, à travers de sociétés créées spécialement pour cet effet, le bilan va être « plus court », certains ratios deviennent plus positifs et l'analyse financière montre une « meilleure » situation de l'entreprise, qui a de nouveau des effets sur le rating et enfin sur les coûts de capital.

si le risque des investisseurs se réduira ou non à l'avenir. Il n'existe pas encore d'assurance qui couvre le risque des actionnaires.⁵⁸ Les politiciens en Allemagne aussi bien qu'aux Etats-Unis ont changé de stratégie au cours des dernières années. Si ceux-ci s'engageaient à soutenir et développer les marchés financiers il y a quelques années, ils défendent maintenant de manière très intensive la protection des investisseurs. Le Président des Etats-Unis, *George W. Bush* signait par exemple le SOA le 30. Juillet 2002 avec les mots : « *In the aftermath of September the 11th, we refuse to allow fear to undermine our economy and we will not allow fraud to undermine it either.* »⁵⁹ Il ajoutait qu'au futur il n'y aura « *no more easy money for corporate criminals ; just hard time.* »⁶⁰ Une protection des actionnaires trop complète peut désormais très vite se transformer en un blocage pour les marchés de capitaux et les entreprises. La protection des investisseurs devrait pour cette raison se limiter aux pratiques criminelles. Le risque entrepreneurial ne peut et ne doit pas être réglementé par la loi.

c. L'influence du Sarbanes-Oxley Act

L'influence globale du SOA est un effet qui ne doit pas être sous-estimé. Les réglementations doivent être appliquées par toutes les entreprises qui ont soit des actions cotées à la Bourse des Etats-Unis ou bien des actions qui circulent librement dans le « interstate commerce » ou alors qui poursuivent simplement une activité commerciale susceptible d'exercer une influence sur le commerce intérieur. Vu le fait que les américains définissent par « interstate commerce » aussi le commerce international, les sociétés étrangères font souvent partie du champ d'application du SOA.⁶¹ C'est donc à l'UE de mettre en œuvre une législation qui soit *reconnue* par les Etats-Unis, pour assurer que les entreprises européennes ne soient pas écorchées en voulant respecter toutes les réglementations en vigueur.

6. Vers une reconnaissance mutuelle des systèmes Européens et Américains

Si le cadre juridique qui est en train d'être élaboré par l'UE est similaire aux dispositions américaines, on pourrait s'imaginer qu'il y aura un commun accord entre les deux continents, afin que les entreprises qui respectent les lois de leur pays d'origine seraient donc automatiquement aussi reconnues sur l'autre continent, sans qu'il y ait des démarches supplémentaires à effectuer. Le but (économique) est, qu'en fin de compte, le capital aille là où il est nécessité le plus. Comme on l'a déjà précisé plus haut, le cadre juridique ne doit ni être une barrière à l'activité commerciale, ni influencer le choix de la Bourse sur laquelle une société souhaiterait

⁵⁸ Hors de transactions spécifiques (stratégies d'hedging) sur les marchés de capitaux. Ce qui existe par contre est une assurance qui couvre le risque financier des cadres dirigeants vu les très grandes sommes d'amendes. Cette « Directors & Officers Liability Insurance » a été très fortement critiquée en Allemagne, bien qu'elle a finalement été acceptée sous une certaine forme par le droit allemand.

⁵⁹ Citation tirée de *Bloomenthal* (2002), p. xi.

⁶⁰ Un autre exemple que les intérêts pécuniaires des investisseurs sont à l'affiche aux Etats-Unis montre le « Statement of Financial Accounting Concepts No. 1 » du « Conceptual Framework » du FASB (Financial Accounting Standards Board) en ce qui concerne les publications périodiques des entreprises: « Financial reporting (...) is intended to provide information that is useful in making business and economic decisions (...). Financial reporting should provide information that is useful to present to shareholders and potential investors and creditors and other users in making rational investment, credit, and similar decisions. »

⁶¹ Quelques « foreign private issuers » peuvent bénéficier de réglementations spécifiques qui sont d'ailleurs très clairement définies.

voir coter ses actions. Un tel flux de capitaux pourra donc à moyen ou long terme favoriser une certaine harmonisation des législations. Est-ce qu'il y aura donc après la mondialisation du commerce aussi une mondialisation du droit commercial ?

Un tas de facteurs facilitent une telle évolution. Beaucoup de structures d'entreprises sont organisées de façon supranationale, les investisseurs gèrent des portefeuilles internationaux et des entreprises souhaitent des introductions dans des Bourses étrangères pas uniquement dans un but de marketing, comme par exemple *Daimler-Benz* en 1993.⁶² Les marchés de capitaux vont ainsi se rapprocher. Les réglementations, conditions d'admission et standards devront forcément aussi se rapprocher à cause de l'impossibilité du côté des sociétés de respecter toutes les lois, qui sont d'ailleurs parfois contradictoires. Les dispositions de la protection des investisseurs devront ainsi s'harmoniser aussi. Quelque fois on entend déjà parler d'un droit spécifique des sociétés cotées en Bourse.

Il y a tout de même des points qui nécessitent d'être réglés en Europe pour aboutir à une reconnaissance des dispositions européennes sur l'échelle mondiale.⁶³ Ceci serait au profit des vendeurs et acheteurs de capital. La Commission Européenne est en train de travailler dans ce domaine. On peut désormais critiquer qu'il n'existe pas (encore) en Europe d'institution qui se préoccupe de la mise en place des mesures d'exécution et de la surveillance des nouvelles dispositions légales (« enforcement »). Les entreprises européennes n'ont par exemple à présent, pas encore besoin de craindre qu'une certification sans réserves de la part d'un réviseur leur soit refusée pour toute l'UE. Les peines sont d'autre part aussi différentes d'un pays à l'autre. Ces points sont par ailleurs aussi critiqués par la SEC et dans ces circonstances il est vraisemblable que les normes comptables IAS ne seront pas reconnues aux Etats-Unis comme alternatives aux US-GAAP.

7. Perspectives d'avenir au niveau de l'Union Européenne

A part cet organe d'« enforcement » qui surveillerait l'application des lois et qui pourrait aussi sanctionner les entreprises en cas de non respect des dispositions en vigueur, il y a encore d'autres points qui nécessitent d'être changés pour améliorer la transparence et partant, la protection des investisseurs en Europe. Les informations publiées par les entreprises ainsi que les prospectus d'émission devraient être accessible plus facilement et sur un « lieu » commun. Il serait possible qu'une autorité de chaque Etat respectif publie de telles informations, mais il sera quand même plus simple pour les investisseurs s'ils avaient les notifications de toutes les sociétés européennes d'une seule main. Un site internet qui mettrait à disposition tous les rapports financiers, les prospectus de vente, les chiffres trimestriels ainsi que les notes ad hoc serait un avantage considérable en terme de flux d'informations entre les différents acteurs.⁶⁴

⁶² *Daimler-Benz* était la première entreprise allemande cotée à la Bourse de New York (NYSE). Le but de cette démarche était essentiellement pour améliorer sa réputation aux Etats-Unis et pour pouvoir ainsi mieux conquérir ce marché.

⁶³ Le but est que les entreprises européennes ne soient plus soumises à une réglementation non-européenne. Le PCAOB a proclamé le 23.4.2003 que les entreprises étrangères ne sont pas libérées de ses propres dispositions.

⁶⁴ Dans quelques pays il existe déjà de tels sites (en France par exemple sur <http://www.société.com>). Ces sites devraient par ailleurs pas être payants car sinon les coûts de transactions deviennent trop élevés ce qui ne va pas de pair avec le but de la « parfaite » information.

Les sanctions contre des dirigeants qui ont agi frauduleusement se façonnent selon la loi nationale. Dans un marché commun, où les acteurs sont présents dans l'ensemble du marché, les peines devraient être harmonisées.

L'UE a dans quelques endroits, comme par exemple dans l'article 18 et 21 du projet de la directive sur la transparence⁶⁵ ou dans l'article 16 de la directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)⁶⁶ revendiqué une coopération plus intensive entre les différentes autorités nationales. La Commission Européenne est en train de mettre en place un comité de régulation⁶⁷, un comité de conseil⁶⁸ ainsi qu'un réseau d'institutions de surveillance des marchés financiers, qui travailleront très étroitement ensemble pour que les bases légales et réglementations nationales convergent de plus en plus.

Ceci restera quand même toujours un « réseau ». On peut au moins poser la question si ne ce serait mieux que si la surveillance du marché commun serait organisée d'une seule voix. Les entreprises internationales auraient sans doute des facilités si les bilans ne seraient contrôlés qu'une seule fois. D'autre part la confiance des consommateurs, c'est-à-dire, dans ce cas-ci, les investisseurs, est très étroitement liée à une bonne surveillance des marchés.

L'instauration d'une seule institution européenne qui se chargerait de quelques tâches pourrait constituer une solution, aussi bien du point de vue de la fonctionnalité du marché, que du point de vue de la protection des investisseurs. Cet organe pourrait surveiller les marchés financiers ainsi que les réviseurs d'entreprise. D'autre part ce serait aussi le lieu où les décisions des admissions en Bourse seraient prises après une évaluation standardisée. Des prospectus d'émission ainsi que d'autre publications pourraient être téléchargeables sur le site internet. Le marché intérieur pourrait être renforcé considérablement, ce qui aurait aussi une influence sur la position de négociation vis-à-vis des Etats-Unis. L'institution européenne aurait donc des charges similaires que la SEC aux Etats-Unis. Des normes et réglementations pourraient ainsi être mises en place plus vite et plus efficacement qu'actuellement avec les moyens de droit secondaire.

La charge la plus importante pourrait être dans l'application de sanctions standardisées au sein de l'ensemble de l'UE. La SEC a élaboré quelques critères pour qu'un organe d'application (« enforcement ») ait une chance d'être accepté au niveau international : Les méthodes de comptabilité doivent être à un très haut niveau, les contrôles de qualité doivent être efficaces et il doit y avoir un organe de surveillance qui peut reconnaître des fraudes très vite et ensuite revider ces évolutions. En Europe il existe avec les normes IAS des standards de comptabilité de très haut niveau, mais il manque la surveillance et l'« enforcement ». L'UE est en train de réfléchir si

⁶⁵ Proposition d'une directive concernant « la protection des investisseurs et pour augmenter la transparence » qui remplacera la directive 2001/34/CE.

⁶⁶ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28. Janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché). Journal officiel N° L 096 du 12.4.2003 p. 0016 – 0025.

⁶⁷ Un « Audit Regulatory Committee » s'occupera au futur de la mis en œuvre de nouvelles normes et réglementations.

⁶⁸ Le Committee on Auditing actuel deviendra (probablement) un Audit Advisory Committee plutôt orienté vers les conseils.

l'instauration d'un PCAOB européen aurait une influence positive sur le marché intérieur.

Jusqu'à présent les entreprises qui avaient une bonne gouvernance étaient récompensées sous forme de cours d'actions évoluant favorablement. L'incitation a donc été grande de forcer cette évolution. Maintenant il doit en contrepartie aussi y avoir des sanctions plus sévères au cas où les règles du jeu ne sont pas respectées.

Selon *Luttermann*, l'application des sanctions devrait passer par un tribunal international qui se chargerait uniquement de fautes dans le domaine de la comptabilité. Cette cour de justice pourrait travailler très étroitement ensemble avec l'organe de surveillance. Ainsi une plus forte conscience pour respecter les lois pourrait se propager en Europe.

La suite d'une reconnaissance mutuelle avec les Etats-Unis pourrait se présenter sous forme d'un prospectus d'émission établi par les entreprises européennes susceptible de servir également à leur admission à une Bourse américaine. Aussi au niveau de la comptabilité, les Normes IAS peuvent être un équivalent aux US-GAAP. Ce serait souhaitable, aussi du point de vue de la protection des investisseurs, si les IAS ainsi que les US-GAAP, qui sont similaires,⁶⁹ seraient utilisés sur les deux cotés de l'atlantique. La capitalisation mondiale sur tous les marchés des entreprises américaines et européennes confondues est de 75%.⁷⁰ Un investisseur pourrait donc, s'il est familier avec les IAS et US-GAAP, trouver un investissement parmi une très grande offre.

Au cas où la reconnaissance aux Etats-Unis de la législation européenne se solderait par un échec, les entreprises américaines devraient à leur tour, suivant une récente menace exprimée par la Commission Européenne, accomplir des tâches afin d'être admises aux Bourses européennes. Les ministres de Finance de l'UE ont quand même confirmé lors du sommet ECOFIN du 3.6.2003 que la reconnaissance mutuelle reste le but à rechercher.

IV. Conclusion

Enron et *WorldCom* avaient agi contre la loi. Les réglementations lors des scandales interdisaient déjà presque tous les faits incriminés. La cible du législateur aurait donc pu être encore plus accentuée par rapport au respect des lois en vigueur.⁷¹ Malgré

⁶⁹ La différence des deux modèles est, hors de quelques exceptions, pas dans le contenu et dans le but de la comptabilité, mais dans la méthode de comptabilisation. Les IAS suivent une méthode qui est orienté selon des principes et un système en général. Quant aux US-GAAP, ces derniers ont plutôt évolué pendant des années suite à des solutions qui ont été trouvées pour des cas précis. La différence entre les IAS (et/ou US-GAAP) et les normes comptables allemandes (HGB) est plus importante. La *Deutsche Telekom* avait en 2000 selon HGB un résultat avant impôts de EUR 5.930 Mio. ; le résultat selon US-GAAP pour la même année été de EUR 9.250 Mio. Il en va de même avec les IAS : La *Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft* avait en 1998 un résultat avant impôts de EUR 612 Mio. ; le résultat pour la même année selon IAS était de EUR 1.200 Mio. La comptabilisation selon IAS améliore le résultat en moyenne de 30%(!). Cf. : *Born* (2001), p. 90-112.

⁷⁰ Cf. : Newsletter de la Wharton Business School. <http://www.knowledge.wharton.upenn.edu>

⁷¹ Une étude de *Feldkämper* montre que 14,3% des entreprises allemandes ne publient pas de rapports pour les différents secteurs d'activités, bien qu'ils sont obligés par la loi de le faire.

tout, la plupart des nouvelles réglementations peuvent être considérées comme raisonnables. Il y reste quand même trop de contraintes pour les entreprises et une certaine désorientation du côté des actionnaires.

Dans l'avenir il y aura donc plus d'informations « nettes » qui seront diffusées. Dans un tel contexte, les réglementations auront probablement du succès. Economiquement parlant, comme il est déjà dit plus haut, ce sont les flux de capitaux qui devront être assurés. Les investisseurs devront aussi être capables de juger la situation financière d'une entreprise, indépendamment du siège social de cette société.

En termes de protection des investisseurs, l'UE est donc sur la bonne voie. Le cercle de la stratégie de l'UE se refermera avec la création d'une institution de surveillance des marchés financiers. Car seulement celui qui est capable de changer, peut survivre.

Annexe 1 :

Entreprises avec des dysfonctionnements comptables

- Liste du « Wall Street Journal » :

Entreprise	Pourcentage de l'évolution du cours boursier du 14. Janvier 2000 au 26. Juin 2002*	Réviseur d'entreprise
Adelphia	-99,75 %	Deloitte & Touche
Bristol-Myers		PricewaterhouseCoopers
CMS Energy	-64,73 %	Andersen
Computer Associates	-75,59 %	Ernst & Young
Dynegy	-70,33 %	Andersen
Elan		KPMG
Enron	-99,80 %	Andersen
Global Crossing	-99,87 %	Andersen
Halliburton	-59,75 %	Andersen
ImClone	-81,04 %	KPMG
Kmart	-90,92 %	PricewaterhouseCoopers
Lucent Technologies	-96,85 %	PricewaterhouseCoopers
Merck		Bis 4.3.2002: Andersen Derzeit: PricewaterhouseCoopers
MicroStrategy	-99,52 %	PricewaterhouseCoopers
Network Associates	-35,39 %	PricewaterhouseCoopers
PNC Financial Services	+9,09 %	Ernst & Young
Qwest	-95,81 %	Andersen
Reliant Resources	k.A.	Deloitte & Touche
Rite Aid	-67,88 %	KPMG
Tyco International	-65,36 %	PricewaterhouseCoopers
Vivendi Universal		RSM Salustro Reydel
WorldCom	-98,22 %	Andersen
Xerox	-67,74 %	KPMG

* Le 14. Janvier 2000 était le jour où l'indice boursier Dow Jones a connu son plus haut niveau.

Source: WSJ research; WSJ Market Data Group. Dans: *Bloomenthal* (2002), App. E-1 et App. E-2.

- En plus:**

Aux Etats-Unis:

AOL Time Warner
Disney
Edison Schools

En Allemagne:

Balsam Procedo
Berliner Bankgesellschaft
Bremer Vulkan
ComROAD
Flowtex
Holzmann
HypoVereinsbank
Infomatec
MLP
Phenimedia
Pixelnet

En France:

Crédit Lyonnais

Aux Pays-Bas:

Ahold

Annexe 2 :

Explication des deux cas les plus célèbres de fraude financière

Le cas d'Enron
<p>On dit souvent que Enron, qui a été le numéro sept des plus grandes entreprises aux Etats-Unis, n'aurait utilisé que quelques niches dans le cadre des US-GAAP. Ceci ne correspond désormais pas tout à fait à la réalité. Au cœur du scandale se trouvaient plus de 3000 filiales qui avaient comme activité de faire des opérations au nom de la société mère.</p> <p>Plus important que les différentes fautes comptables qui ont été faites est l'organisation de la gouvernance au moment de la fraude. Celle-ci explique, de façon très claire, les nouvelles lois du gouvernement des Etats-Unis. Enron a été une des premières entreprises à exclure la révision interne. Au début des années 90, quarante réviseurs internes ont été transférés d'Enron à l'entreprise en charge de la révision, Arthur Andersen. L'ancien responsable de la révision interne d'Enron est devenu un cadre dirigeant d'Arthur Andersen avec comme charge de contrôler son ancien employeur. En contrepartie Andersen a nommé un nouveau CFO (<i>Directeur financier</i>) chez Enron.</p>
Le cas de WorldCom
Durant cinq trimestres, des coûts pour l'installation de lignes téléphoniques à hauteur de 3,85 Mia. USD n'ont pas été enregistrés comme charge, mais comme revenu. La conséquence de

cette manipulation a été que WorldCom avait en 2001 un bénéfice de 1,38 Mia. USD au lieu d'une perte de 0,7 Mia. USD. La fraude dans le cas de WorldCom a été six fois plus élevée que dans le cas d'Enron.

En ce qui concerne la structure de la gouvernance d'entreprise, on peut dire que le patron et PDG *Bernhard Ebbers* a dirigé l'entreprise lui-même de manière indépendante et autonome selon ses propres idées et intérêts. Un deuxième responsable était le CFO *Scott Sullivan*, qui voulait cacher la fraude devant la révision interne. C'est seulement après le changement du PDG au printemps 2002 que la fraude a été révélée. La chute du cours boursier a cumulé des pertes pour les investisseurs de plus de 200 Mia. USD.

Annexe 3 :

Liste des « Corporate Criminals of the 1990's »

Top 15 de la liste:

Entreprise	<i>Peine en Millions de USD</i>
Hoffmann – La Roche	500
Daiwa Bank	340
BASF	225
SGL Carbon	135
Exxon	125
UCAR International	110
Archer Daniels Midland	100
Banker's Trust	60
Sears	60
Haarman & Reimer	50
Louisiana-Pacific	37
Hoechst	36
Damon Clinical Laboratories	35,2
C.R. Bard	30,9
Genentech	30

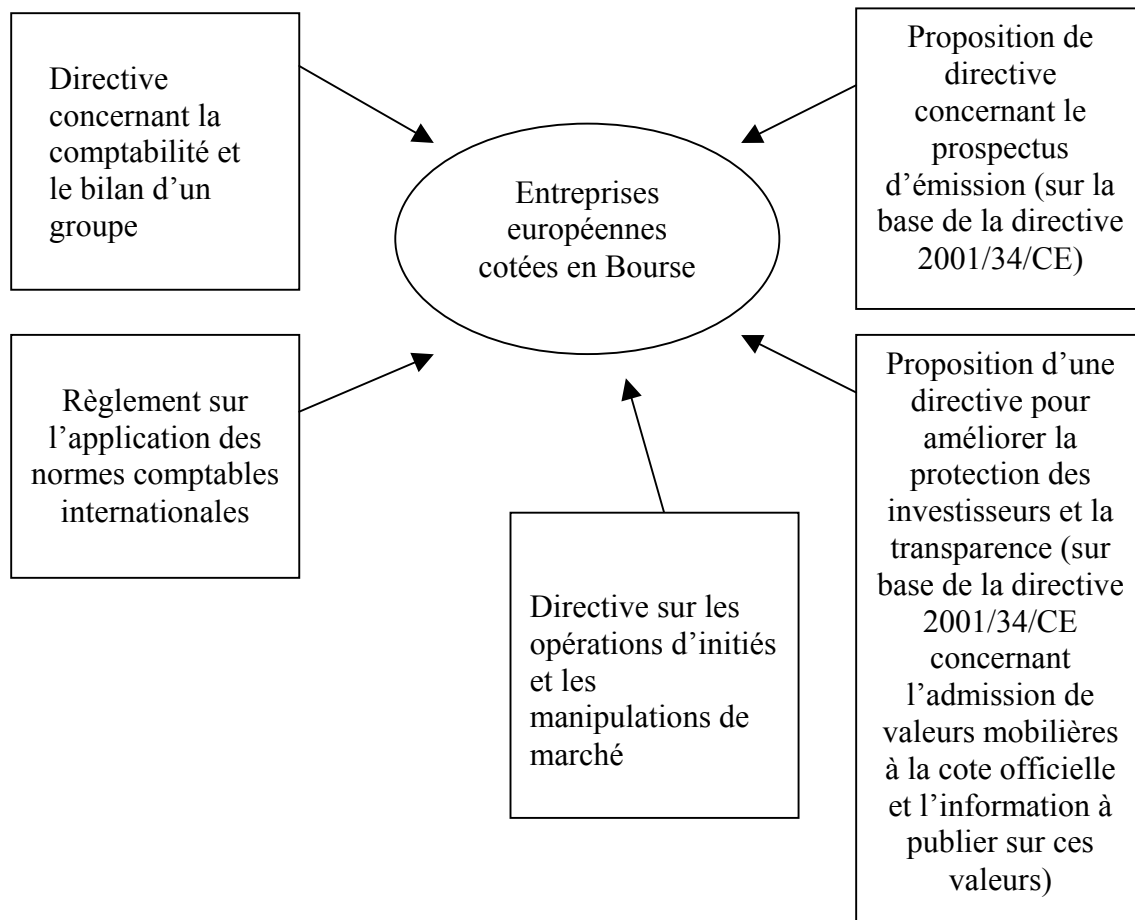
Source: www.corporatecrimereporter.com/top100.html#Briefs.

Annexe 4 :

Publications obligatoires pour les entreprises de capitaux selon le droit européen

Droit des sociétés

Droit des marchés de capitaux



Annexe 5 :

La gouvernance d'entreprise dans le futur droit allemand, européen et américain

Allemagne	Union Européenne	Etats-Unis
Système de gouvernance dualiste	Système de gouvernance dualiste ou moniste	Système de gouvernance moniste
Principe « comply or explain » si la gouvernance est en accord avec le « code de gouvernance allemand » ⁷²	Principe « comply or explain » si la gouvernance est en accord avec un code de gouvernance <i>national</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Notification de la direction si la gouvernance est en accord avec un « code éthique » ▪ (Confirmation de la direction que le bilan est juste)
Les rémunération de la direction de l'entreprise doivent être explicitement indiquées dans le bilan	Les rémunérations de la direction de l'entreprise doivent être explicitement indiquées dans le bilan	Les rémunérations du CEO, ainsi que celles des quatre cadres qui gagnent le plus doivent être explicitement indiquées dans le bilan
L'assemblée générale n'a qu'une certaine influence sur la distribution des stock-options pour les cadres	L'assemblée générale a une plus grande influence sur la distribution des stock-options pour les cadres	L'assemblée générale n'a qu'une certaine influence sur la distribution des stock-options pour les cadres
Système de surveillance du risque engagé par l'entreprise	Système de surveillance du risque engagé par l'entreprise	Système de surveillance du risque engagé par l'entreprise
		Confirmation du CEO et CFO que les rapports financiers sont justes
« Business Judgement Rule » ⁷³	Responsabilité collective de la direction de l'entreprise	« Business Judgement Rule »
Assurance « D&O »		Assurance « D&O »
	Possibilité d'une interdiction d'être un « directeur »	Possibilité d'une interdiction d'être un « directeur »

⁷² Code de gouvernance allemand (« Deutscher Corporate Governance Kodex »).

⁷³ Par ce fait, les juges n'ont pas le droit de juger la « qualité » de la décision d'un directeur. Un directeur peut donc prendre des risques et ce n'est pas au tribunal de décider après, si cette décision était bonne ou fausse. Le but de cette mesure est que les directeurs devront prendre des décisions librement selon leur appréciation de la situation, sans avoir peur qu'un juge leur dira après que la décision était trop risquée.

Annexe 7

Qualité de la gouvernance en Europe

Accord avec des critères de gouvernance	Faible								Elevé
	0	2	4	6	8	10	12	14	16
Portugal					8,0				
Espagne					8,9				
Italie					9,9				
Allemagne						10,9			
Suisse						11,1			
Belgique						11,3			
Suède						11,4			
France							12,5		
Pays-Bas							13,5		
Angleterre								14,0	
Moyenne Europe 2001					9,8				
Moyenne Europe 2003						11,5			

Source: Heidrick&Struggles dans Frankfurter Allgemeine Zeitung du 26.Mai 2003, p. 23.

Annexe 8 :

Selon l'article 87 I du droit des sociétés de capitaux allemand (Deutsches Aktiengesetz), les rémunérations des dirigeants doivent être « appropriées » : voici quelques exemples de l'interprétation du mot « approprié ».

Mannesmann a payé à *Esser*, membre du conseil de direction, en plus de la prime de départ une gratification à hauteur de 16 Mio. d'euros.

La *Deutsche Telekom* augmentait les salaires des dirigeants de plus de 50%, au même temps où le résultat diminuait très fortement et l'entreprise enregistrait une perte de 3 Mia. d'euros.

Le salaire des membres du conseil de direction de la *Deutsche Bank* étaient de 16 Mio. d'euros par an en 2000 et toujours plus que 10,5 Mio. d'euros en dans l'année 2001 où le résultat était très mauvais.

Bibliographie

Livres:

Baums, Theodor (Hrsg.) (2001): Bericht der Regierungskommission Corporate Governance – Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts. Köln.

Beatty Jeffrey F.; Samuelson Susan S. (2001): Business Law For A New Century. 2nd Edition, Cincinnati, Ohio.

Bloomenthal, Harold S. (2002): Sarbanes-Oxley Act in Perspective. St. Paul, Minnesota.

Born, Karl (2001): Rechnungslegung nach IAS, US-GAAP und HGB im Vergleich. 2. Auflage, Stuttgart.

Burger, Anton (1995): Jahresabschlußanalyse. München, Wien.

Enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank- und Börsenwesens (1999): Band 1: A-I. 4. Auflage, Frankfurt am Main.

Hazen, Thomas Lee (2002): The Law of Securities Regulation. 4th Edition, St. Paul, Minnesota.

Cours:

Bader, Thomas; Luttermann, Claus (2003): Kapitalgesellschaftsrecht. Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Handels- und Wirtschaftsrecht der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt.

Burger, Anton (2002a): Bilanzen. Lehrstuhl für ABWL und Unternehmensrechnung der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt.

Burger, Anton (2002b): Comparative Accounting. Lehrstuhl für ABWL und Unternehmensrechnung der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt.

Entrop, Oliver; Wilkens, Marco (2003): Debt Management. Lehrstuhl für ABWL, Finanzierung und Bankbetriebslehre der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt.

Fuchs, Maximilian (2002): Europarecht. Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches und Europäisches Arbeits- und Sozialrecht der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt.

Luttermann, Claus (2002): Internationales Bilanz- und Gesellschaftsrecht. Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Handels- und Wirtschaftsrecht der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt.

Vahlenkamp, Jörg; Luttermann, Claus (2003): Kapitalmarktrecht. Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches und Internationales Handels- und Wirtschaftsrecht der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt.

Articles:

Abram, Nils (2003): Ansprüche von Anlegern wegen Verstoßes gegen § 161 AktG oder den Deutschen Corporate Governance Kodex – ein Literaturbericht. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft. Heft 1/2003, S. 41 ff.

Arbeitskreis Bilanzrecht der Hochschullehrer Rechtswissenschaften (2002): Zu den Vorschlägen der EU-Kommission zur Prüferunabhängigkeit. Betriebs-Berater. Heft 51/52/2002, S. 2663 f.

Backhaus, Klaus; Meffert, Heribert; Bongartz, Michael; Eschweiler, Maurice (2003): Selbst- und Fremdbild der Wirtschaftsprüfer – Empirische Befunde zur Positionierung des Wirtschaftsprüfers in der Öffentlichkeit. Die Wirtschaftsprüfung. Heft 12/2003, S. 625 ff.

Baetge, Jörg; Lutter, Marcus (2003): Unabhängigkeit des Abschlussprüfers. Betriebs-Berater. Heft 11/2003, S. 1.

Bassen, Alexander (2002): Einflussnahme institutioneller Anleger auf Corporate Governance und Unternehmensführung – Ergebnisse einer empirischen Untersuchung. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft. Heft 5/2002, S. 430 ff.

Buchheim, Regine; Gröner, Susanne (2003): Anwendungsbereich der IAS-Verordnung an der Schnittstelle zu deutschem und zu EU-Bilanzrecht. Betriebs-Berater. Heft 18/2003, S. 953 ff.

Crüwell, Christoph (2003): Die europäische Prospektrichtlinie. Die Aktiengesellschaft. Heft 5/2003, S. 243 ff.

Donald, David C. (2003): Die Entwicklung der US-amerikanischen Corporate Governance nach Enron. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht. Heft 15/2003, S. 705 ff.

Dunsch, Jürgen (2003): Die Cromme-Kommission zur Managervergütung ist auf dem richtigem Weg. Betriebs-Berater. Heft 24/2003, S. 1.

Emmerich, Gerhard; Schaum, Wolfgang (2003): Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Act auf deutsche Abschlussprüfer – Berufsaufsicht, Registrierung, Unabhängigkeit. Die Wirtschaftsprüfung. Heft 13/2003, S. 677 ff.

Epstein, Jacques; Rabain, Thomas (2003): Gouvernance d'Entreprise: Directive ou Organe Commun de Régulation des Marchés. Revue du Marché commun et de l'Union européenne. Nr. 468/2003, S. 317 ff.

- Ernst, Christoph* (2003): BB-Gesetzgebungsreport: Auswirkungen des 10-Punkte-Programms „Unternehmensintegrität und Anlegerschutz“ auf das Bilanzrecht. Betriebs-Berater. Heft 28/29/2003, S. 1487 ff.
- Ettinger, Jochen; Grützediek, Elke* (2003): Haftungsrisiken im Zusammenhang mit der Abgabe der Corporate Governance Entsprechenserklärung gemäß § 161 AktG. Die Aktiengesellschaft. Heft 7/2003, S. 353 ff.
- Feldkämper, Ulrich* (2003): Empirische Untersuchung der Segmentberichterstattung am deutschen Kapitalmarkt. Der Betrieb. Heft 27/28/2003, S. 1453 ff.
- Fleischer, Holger* (2003): Vorstandsverantwortlichkeit und Fehlverhalten von Unternehmensangehörigen – Von der Einzelüberwachung zur Errichtung einer Compliance-Organisation. Die Aktiengesellschaft. Heft 6/2003, S. 291 ff.
- Fürhoff, Jens* (2003): Neuregelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht auf europäischer Ebene. Die Aktiengesellschaft. Heft 2/2003, S. 80 ff.
- Fürhoff, Jens; Schuster, Gunnar* (2003): Entwicklung der Kapitalmarktaufsichtsrechts im Jahre 2002. Bank- und Kapitalmarktrecht. Heft 4/2003, S. 134 ff.
- Götz, Jürgen* (2003): Corporate Governance multinationaler Konzerne und deutsches Unternehmensrecht. Zeitschrift für Gesellschaftsrecht. Heft 1/2003, S. 1 ff.
- Grimme, Leoni; Von Buttlar, Julia* (2003): Neue Entwicklungen in der Ad-hoc-Publizität. Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht. Heft 19/2003, S. 901 ff.
- Gruson, Michael; Kubicek, Matthias* (2003): Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht (Teil I). Die Aktiengesellschaft. Heft 7/2003, S. 337 ff.
- Hagel, Joachim* (2002): Unabhängigkeit als ethisch-moralische Herausforderung. Die Wirtschaftsprüfung. Heft 24/2002, S. 1355 ff.
- Harrer, Herbert; Fisher, Raymond; Evans, Jasper* (2003): Der amtliche Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse im Vergleich zur Notierung an der NYSE und an der LSE. Recht der Internationalen Wirtschaft. Heft 2/2003, S. 81 ff.
- Hayn, Sven; Bösner, Jörg; Pilhofer, Jochen* (2003): Erstmalige Anwendung von International Financial Reporting Standards (IFRS 1). Betriebs-Berater. Heft 31/2003, S. 1607 ff.
- Heppe, Hansjörg* (2003): Nach dem Vertrauensverlust – Ist es an der Zeit, die Dritthaftung deutscher Abschlussprüfer zu verschärfen? Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht. Heft 15/2003, S. 714 ff.
- Heß, Burkhard* (2003): Sammelklagen im Kapitalmarktrecht. Die Aktiengesellschaft. Heft 3/2003, S. 113 ff.

- Hilber, Marc; Hartung, Jürgen* (2003): Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Act auf deutsche WP-Gesellschaften: Konflikte mit der Verschwiegenheitspflicht der Wirtschaftsprüfer und dem Datenschutzrecht. Betriebs-Berater. Heft 20/2003, S. 1054 ff.
- Ihrig, Hans-Christoph; Wagner, Jens* (2003): Reaktion börsennotierter Unternehmen auf die Änderung des „Deutschen Corporate Governance Kodex“. Betriebs-Berater. Heft 32/2003, S. 1625 ff.
- Kahle, Holger* (2003): Zur Zukunft der Rechnungslegung in Deutschland: IAS im Einzel- und Konzernabschluss? Die Wirtschaftsprüfung. Heft 6/2003, S. 262 ff.
- Kamann, Hans-Georg; Simpkins, Martina* (2003): Sarbanes-Oxley Act – Anlass zu verstärkter internationaler Kooperation im Bereich der Corporate Governance? Recht der Internationalen Wirtschaft. Heft 3/2003, S. 183 ff.
- Kersting, Christian* (2003): Auswirkungen des Sarbanes-Oxley-Gesetzes in Deutschland: Können deutsche Unternehmen das Gesetz befolgen? Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzpraxis. Heft 6/2003, S. 233 ff.
- Kieth, Kurt* (2003a): Maßnahmenkatalog der Bundesregierung zur Aktienrechtsreform 2003 – „Verbesserung“ des Klagerechts der Aktionäre? Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzpraxis. Heft 16/2003, S. 707 ff.
- Kieth, Kurt* (2003b): Falsche Erklärung nach § 161 AktG – Haftungsverschärfung für Vorstand und Aufsichtsrat. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht. Heft 12/2003, S. 559 ff.
- Kirsch, Hans-Jürgen* (2003): Zur Frage der Umsetzung der Mitgliedstaatenwahlrechte der EU-Verordnung zur Anwendung der IAS/IFRS. Die Wirtschaftsprüfung. Heft 6/2003, S. 275 ff.
- Knorr, Karl Ernst; Hülsmann, Christoph* (2003): Zur Stärkung der Rolle des Abschlussprüfers. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht. Heft 12/2003, S. 567 ff.
- Kollmann, Katharina* (2003): Aktuelle Corporate-Governance-Diskussion in Deutschland. Deutscher Corporate-Governance-Kodex der Regierungskommission sowie Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG). Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht. Sonderbeilage Nr. 1/2003, S. 2 ff.
- Lange, Oliver* (2003): Die Eigenschadenklausel in der D&O-Versicherung. Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzpraxis. Heft 11/2003, S. 466 ff.
- Lenenbach, Markus* (2003): Scalping: Insiderdelikt oder Kursmanipulation? Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzpraxis. Heft 6/2003, S. 243 ff.
- Lenz, Hansrudi* (2002): Sarbanes-Oxley Act of 2002 – Abschied von der Selbstregulierung der Wirtschaftsprüfer in den USA. Betriebs-Berater. Heft 44/2002, S. 2270 ff.

Leube, Hans Peter (2003): Corporate Governance the American Way? Recht der Internationalen Wirtschaft. Heft 2/2003, S. 98 ff.

Lutter, Marcus (2003): Corporate Governance und ihre aktuellen Probleme, vor allem: Vorstandsvergütung und ihre Schranken. Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzpraxis. Heft 17/2003, S. 737 ff.

Luttermann, Claus (2001): Unternehmensfinanzierung, Geschäftsleiterpflicht und Haftkapital bei Kapitalgesellschaften. Betriebs-Berater. Heft 48/2001, S. 2433 ff.

Luttermann, Claus (2003): Unabhängige Bilanzexperten in Aufsichtsrat und Beirat. Betriebs-Berater. Heft 15/2003, S. 745 ff.

Marten, Kai-Uwe; Köhler, Annette G.; Meyer, Stephanie (2003): Umbruch im Peer-Review-System – Deutscher Status quo und der Sarbanes-Oxley Act of 2002. Die Wirtschaftsprüfung. Heft 1-2/2003, S. 10 ff.

Maul, Silja (2003): Vorschläge der Expertengruppe zur Reform des EU-Gesellschaftsrechts. Der Betrieb. Heft 1/2003, S. 27 ff.

Maul, Silja; Lanfermann, Georg; Eggenhofer, Erich (2003): Aktionsplan der Europäischen Kommission zur Reform des Europäischen Gesellschaftsrecht. Betriebs-Berater. Heft 25/2003, S. 1289 ff.

Merkt, Hanno (2003a): Zum Verhältnis von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht in der Diskussion um die Corporate Governance. Die Aktiengesellschaft. Heft 3/2003, S. 126 ff.

Merkt, Hanno (2003b): Quartalsbericht light: EU Kommission auf dem Königs- oder dem Holzweg? Betriebs-Berater. Heft 18/2003, S. 1.

Merkt, Hanno; Göthel, Stephan R. (2003): Vorschriften und Ansätze der Quartalsberichterstattung: Vergleich USA – Deutschland. Recht der Internationalen Wirtschaft. Heft 1/2003, S. 23 ff.

Nahr, Christian (2003): Publizitätspflicht in den USA. Recht der Internationalen Wirtschaft. Heft 2/2003, S. 115 ff.

Naumann, Klaus-Peter (2003): Europa braucht dringend eine Antwort auf den PCAOB. Betriebs-Berater. Heft 20/2003, S. 1.

Noack, Ulrich (2003): Hauptversammlung der Aktiengesellschaft und moderne Kommunikationstechnik – aktuelle Bestandsaufnahme und Ausblick. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht. Heft 6/2003, S. 241 ff.

Ring, Harald (2002): Trennung von gleichzeitiger Prüfung und Beratung – Ein geeigneter Weg zur Überwindung der aktuellen Vertrauenskrise? Die Wirtschaftsprüfung. Heft 24/2002, S. 1345 ff.

- Roth, Günter H.* (2003): Die (Ohn-)Macht der Hauptversammlung. Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzpraxis. Heft 9/2003, S. 369 ff.
- Rudolph, Bernd* (2002): Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – ist der Name Programm? Betriebs-Berater. Heft 20/2002, S. 1036 ff.
- Rützel, Stefan* (2003): Der aktuelle Stand der Rechtsprechung zur Haftung bei Ad-hoc-Mitteilungen. Die Aktiengesellschaft. Heft 2/2003, S. 69 ff.
- Schiessl, Maximilian* (2002): Deutsche Corporate Governance post Enron. Die Aktiengesellschaft. Heft 11/2002, S. 593 ff.
- Schmidt, Stefan* (2003): Neue Anforderungen an die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers: SEC-Verordnung im Vergleich mit den Empfehlungen der EU-Kommission und den Plänen der Bundesregierung. Betriebs-Berater. Heft 15/2003, S. 779 ff.
- Schneider, Uwe H.* (2003): Compliance als Aufgabe der Unternehmensleitung. Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzpraxis. Heft 15/2003, S. 645 ff.
- Seibert, Ulrich* (2002): Im Blickpunkt: Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da. Betriebs-Berater. Heft 12/2002, S. 581 ff.
- Seibert, Ulrich* (2003): Das 10-Punkte-Programm „Unternehmensintegrität und Anlegerschutz“. Betriebs-Berater. Heft 14/2003, S. 693 ff.
- Semler, Johannes; Wagner, Elisabeth* (2003): Deutscher Corporate Governance Kodex – Die Entsprechenserklärung und Fragen der gesellschaftsinternen Umsetzung. Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht. Heft 12/2003, S. 553 ff.
- Sunder, Shyam* (2003): Politisch-ökonomische Betrachtungen zum Zusammenbruch der Rechnungslegung in den USA. Die Wirtschaftsprüfung. Heft 4/2003, S. 141 ff.
- Tanski, Joachim S.* (2003): Aktuelle Entwicklungen von Corporate Governance und Interner Revision – Eine Analyse zur Zeit nach Enron und WorldCom. Interne Revision. Heft 3/2003, S. 90 ff.
- Theisen, Manuel René* (2003): Risikomanagement als Herausforderung für die Corporate Governance. Betriebs-Berater. Heft 27/2003, S. 1426 ff.
- Van Hulle, Karel; Lanfermann, Georg* (2003): Mitteilung der Europäischen Kommission zur Stärkung der Abschlussprüfung. Betriebs-Berater. Heft 25/2003, S. 1323 ff.
- Wiesner, Peter M.* (2003a): Corporate Governance und kein Ende. Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzpraxis. Heft 22/2003, S. 977.
- Wiesner, Peter M.* (2003b): In Brüssel werden die Grundlagen der Abschlussprüfung neu geordnet. Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzpraxis. Heft 27/2003, S. 1186 ff.

Wiesner, Peter M. (2003c): Neue Brüsseler Impulse für Corporate Governance und Gesellschaftsrecht. Betriebs-Berater. Heft 5/2003.

Winkeljohann, Norbert (2003): Basel II und Rating: Auswirkungen auf den Jahresabschluss und dessen Prüfung. Die Wirtschaftsprüfung. Heft 8/2003, S. 385 ff.

Wüstemann, Jens (2002): Normdurchsetzung in der deutschen Rechnungslegung – Enforcement nach dem Vorbild der USA? Betriebs-Berater. Heft 14/2003, S. 718 ff.

Zeitler, Franz-Christoph (2003): Rechnungslegung und Rechtsstaat. Der Betrieb. Heft 29/2003, S. 1529 ff.

Revue spécialisée:

Baums, Theodor (2002): Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte – Generalbericht. In: *Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer* (Hrsg.): Corporate Governance. Heidelberg.

Bayer, Walter (2002): Aktionärsrechte und Anlegerschutz – Kritische Betrachtung der lex lata und Überlegungen de lege ferenda vor dem Hintergrund des Berichts der Regierungskommission Corporate Governance und des Entwurfs des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes. In: *Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer* (Hrsg.): Corporate Governance. Heidelberg.

Bernhardt, Wolfgang (2002): Vorstand und Aufsichtsrat (unter Einschluß des Verhältnisses zum Abschlußprüfer). In: *Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer* (Hrsg.): Corporate Governance. Heidelberg.

Hopt, Klaus J. (2002): Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts – Zum Bericht der Regierungskommission Corporate Governance. In: *Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer* (Hrsg.): Corporate Governance. Heidelberg.

Kübler, Friedrich (2002): Deregulierungen. In: *Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer* (Hrsg.): Corporate Governance. Heidelberg.

Reichert, Jochem (2002): Aktionärsrechte und Anlegerschutz – Stellungnahme zu den Vorschlägen der Corporate Governance Kommission. In: *Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer* (Hrsg.): Corporate Governance. Heidelberg.

Schwark, Eberhard (2002): Corporate Governance: Vorstand und Aufsichtsrat. In: *Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer* (Hrsg.): Corporate Governance. Heidelberg.

Autres sources:

Breuer, Rolf E. (2001): Corporate Governance – Nutzen und Umsetzung. Studien des Deutschen Aktieninstituts. Heft 15/2001, S. 18 ff. Download:
http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publicationen.htm.

DaimlerChrysler (2002): Geschäftsbericht 2002. Download:
http://www.daimlerchrysler.com/investor/reports/annual02/annual02_g.htm.

Deutsche Lufthansa AG (2002): Geschäftsbericht 2002. Download:
http://213.198.75.194/de/downloads/presse/downloads/publikationen/lh_gb_2002.pdf.