



**HAL**  
open science

**Valeur de la gouvernance d'entreprise et gouvernance des valeurs de l'entreprise. Recherche sur les effets des codes de gouvernance et les stratégies de communication en matière de gouvernance.**

Jean-Christophe Duhamel, Réda Sefsaf

► **To cite this version:**

Jean-Christophe Duhamel, Réda Sefsaf. Valeur de la gouvernance d'entreprise et gouvernance des valeurs de l'entreprise. Recherche sur les effets des codes de gouvernance et les stratégies de communication en matière de gouvernance.. [Rapport de recherche] Mission de recherche Droit et Justice. 2017. halshs-01633982

**HAL Id: halshs-01633982**

**<https://shs.hal.science/halshs-01633982>**

Submitted on 13 Nov 2017

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



MISSION DE RECHERCHE  
**Droit & Justice**

# **Valeur de la gouvernance d'entreprise et gouvernance des valeurs de l'entreprise**

**Recherche sur les effets des codes de gouvernance et les stratégies de  
communication en matière de gouvernance**

**Recherche réalisée avec le soutien de la Mission de recherche Droit et Justice  
(Convention de recherche n° 215.01.05.14.)**

## **RAPPORT FINAL**

**(Septembre 2017)**

Responsables scientifiques du projet

**Jean-Christophe Duhamel**

**Docteur en droit, Ingénieur de recherche, Faculté de Droit - Lille 2**

**Réda Sefsaf**

**Maître de conférences, Faculté Finance, Banque, Comptabilité – Lille 2**



**Responsables scientifiques du projet et auteurs du présent rapport :**

**Jean-Christophe Duhamel**

Docteur en droit, Ingénieur de recherche  
Faculté de Droit – Université Lille 2  
Centre de Recherche Droits et Perspectives du Droit (CRDP, EA n°4487)

**Réda Sefsaf**

Maître de conférences  
Faculté Finance, Banque, Comptabilité – Lille 2  
Lille School Management Research Center (LSMRC, EA n° 4112)

*Note : Réda Sefsaf a rédigé spécifiquement le chapitre 2 de la 1<sup>ère</sup> partie (« La valeur de la gouvernance d'entreprise en sciences de gestion »), ainsi que le II du chapitre 2 de la 2<sup>ème</sup> partie (« Analyse économétrique ») ; les autres éléments de l'étude ont été rédigés par Jean-Christophe Duhamel. Les auteurs demeurent bien entendu responsables et solidaires de l'intégralité du contenu du présent rapport.*

**Membres de l'équipe de recherche :**

**Ammar Sharkatli**, professeur à l'EDHEC Business School, docteur en droit privé.

**Lydia Cambier, Martin Kruczkowski, Eve Tisne**, étudiants en Master 2 « Droit des contrats et du recouvrement des créances », Lille 2.

**Le présent document constitue le rapport scientifique d'une recherche réalisée avec le soutien du GIP Mission de recherche Droit et Justice (convention n° 215.01.05.14.). Son contenu n'engage que la responsabilité de ses auteurs. Toute reproduction, même partielle, est subordonnée à l'accord de la Mission.**





## Remerciements :

Les responsables scientifiques du projet tiennent à remercier la Mission de recherche Droit et Justice pour son soutien scientifique, et Victoria Vanneau, responsable du suivi scientifique, pour sa bienveillance et la relecture tout aussi attentive que précieuse du présent rapport.

Doivent également être salués pour leur collaboration Ammar Sharkatli, Lydia Cambier, Martin Kruczkowski et Eve Tisne, ces « petites mains » au rôle si important, sans lesquelles cette recherche n'aurait pu être menée.

Nos chaleureuses gratitude vont également aux personnes ayant accepté de nous recevoir et de nous consacrer une partie de leur temps, dans le cadre d'entretiens ayant donné lieu à des échanges souvent passionnés, et toujours passionnants :

- Pour l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM), Mme Colette Neuville, présidente ;
- Pour l'Association Nationale des Actionnaires de France (ANAF), M. Gérard Gérardin, président ;
- Pour l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA), M. Christian Schricke, délégué général, Mme Isabelle Trémeau, secrétaire générale, et M. Régis Foy, secrétaire du comité juridique ;
- Pour l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), Division de la régulation des sociétés cotées, Direction de la régulation et des affaires internationales, M. François-Régis Benois, directeur, M. François Gilbert et Mme Maryline Dutreuil Boulignac ;
- Pour Deminor, M. Bernard Thuysbaert, managing director, et Mme Stéphanie Kervyn de Meerendré, senior legal consultant ;
- Pour le Haut Comité de Gouvernement d'entreprise (HCGE), M. Pascal Durand-Barthez, secrétaire général ;
- Pour l'Institut Français des Administrateurs (IFA), M. Antoine Metzger, délégué général ;
- Pour Labrador, M. Laurent Rouyrès, président, et Mme Eva Bastide Leroy, secrétaire générale groupe.

Les auteurs tiennent également à remercier :

- M. le professeur Frédéric Lobez, vice-président recherche de l'Université Lille 2, pour avoir permis la fertile rencontre entre Jean-Christophe Duhamel et Réda Sefsaf ;
- M. le professeur Eric De Bodt, directeur du laboratoire LSMRC (Lille 2 School Management Research Center), qui a mis à disposition les outils de recherche (bases de données et logiciel statistique) ayant permis de rendre une partie de ce travail réalisable ;
- M. le professeur Denis Voinot, directeur de l'équipe de recherche René Demogue et co-responsable de l'axe transversal « Droit et Finance » du CRDP de Lille 2, qui a rendu possible la collaboration au projet des étudiants du Master 2 « Droit des contrats et du recouvrement des créances ».

Jean-Christophe Duhamel remercie son épouse pour ses relectures réconfortantes, ses encouragements et sa patience durant ces nombreuses, trop nombreuses, semaines d'indisponibilité.

Enfin, nos pensées reconnaissantes vont à tous ceux qui auront accompagné et soutenu, de près ou de loin, ce projet.



## Sommaire

<b>1<sup>ère</sup> partie : Analyse de la valeur de la gouvernance d'entreprise.....</b>	<b>17</b>
<b>Chapitre 1 : La valeur juridique des normes de gouvernance d'entreprise .....</b>	<b>19</b>
I : Le renforcement de la légitimité des auteurs des codes de gouvernance : un symbole à atteindre ? .....	25
II : Promouvoir l'obligatorité des codes de gouvernance : un mouvement tangible.....	38
Conclusion du chapitre 1 : .....	89
<b>Chapitre 2 : La valeur de la gouvernance d'entreprise en sciences de gestion .....</b>	<b>91</b>
I : Cadre théorique et efficacité des modèles de gouvernance .....	93
II : Mécanismes spécifiques de gouvernance et valeur d'entreprise .....	112
Conclusion du chapitre 2 : .....	131
<b>Conclusion de la 1<sup>ère</sup> partie : .....</b>	<b>133</b>
<b>2<sup>ème</sup> partie : L'hypothèse d'une gouvernance des valeurs de l'entreprise .....</b>	<b>135</b>
<b>Chapitre 1 : La pertinence de l'hypothèse soumise à une démarche qualitative .....</b>	<b>137</b>
I : L'hypothèse soumise à questionnaire .....	139
II : L'hypothèse soumise à entretiens.....	146
Conclusion du chapitre 1 : .....	167
<b>Chapitre 2 : La validité de l'hypothèse testée par une démarche économétrique .....</b>	<b>169</b>
I : Mise en place de la phase économétrique.....	170
II : Analyse économétrique.....	202
Conclusion du chapitre 2 : .....	225
<b>Conclusion de la 2<sup>ème</sup> partie : .....</b>	<b>227</b>
<b>Conclusion générale : .....</b>	<b>233</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>235</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>251</b>



## Introduction

La gouvernance d'entreprise est un domaine de recherche largement exploré par le droit et les sciences de gestion, même si on ne s'entend guère, en général, sur sa définition. Concept dont la polysémie est fréquemment relevée<sup>1</sup>, de nombreuses études renvoient à la définition pionnière posée par le *Cadbury Report* paru en 1992 ; la gouvernance d'entreprise serait « la façon dont la société est dirigée et contrôlée<sup>2</sup> ». Pour autant, tout un chacun perçoit que depuis qu'existent des entreprises, spécifiquement organisées sous forme sociétaire, existe la nécessité d'en assurer la direction et le contrôle... On peut même considérer que tel est l'objet essentiel du droit des sociétés. Si le mouvement de la gouvernance d'entreprise a émergé à partir de la fin des années 80, alors qu'il existait des sociétés depuis des siècles, c'est bien parce qu'il a entendu apporter un supplément d'âme au domaine de la direction et du contrôle des sociétés. La définition du *Cadbury Report* serait donc trop généraliste pour être opératoire.

De sorte à tenter de cerner le concept de gouvernance, nous avons pu, au gré de travaux antérieurs<sup>3</sup>, opérer la distinction entre sa dimension analytique et sa dimension normative. Il importe, pour la bonne compréhension de la démarche de recherche de la présente étude, d'insister dès à présent sur cette distinction :

- La gouvernance d'entreprise, en tant que concept analytique, est neutre, à l'image de la définition qui lui est apportée par le *Cadbury Report*. Partant, « la » bonne gouvernance d'entreprise n'existerait pas ; seules existeraient « des » pratiques de direction et de contrôle de la société, lesquelles, lorsqu'elles amènent de la performance, de la compétence, de la transparence, lorsqu'elles mettent fin à des situations de conflits d'intérêt ou encore respectent les intérêts des différentes parties prenantes de l'entreprise, pourraient chacune traduire « une » bonne gouvernance. Cette conceptualisation analytique de la gouvernance permet une grande souplesse dans la direction et le contrôle des sociétés, et implique de rejeter l'aspect « *One size fits all* », « prêt-à-porter », de la gestion de l'entreprise qui ne peut être réduite à des pratiques stéréotypées. Mais il faut alors accepter la large indétermination de la notion même de gouvernance et la variabilité de son contenu ; pour paraphraser le doyen Carbonnier : « A chacun sa gouvernance » !
- La gouvernance d'entreprise, en tant que concept normatif, n'est pas neutre. Elle représente la somme des bonnes pratiques, considérées comme telles par un référentiel prédéterminé, dépourvues de force contraignante, et *a fortiori*, de dispositif de sanction en cas de non-application. Ces bonnes pratiques sont le plus fréquemment présentées dans des « codes de gouvernance » ou des « codes de gouvernement d'entreprise ». Ces codes contiennent des recommandations dont le degré de précision et de technicité est variable, mais qui traitent pour l'essentiel des deux grandes déclinaisons de la gouvernance que sont l'indépendance du contrôle des dirigeants et la transparence de la structure sociétaire. Ils émanent d'acteurs aussi bien privés que d'autorités à caractère public, et ont vocation à concerner le monde des

---

<sup>1</sup> Baron (C.), « Débats autour d'un concept polysémique », *Droit et société* 2003, pp. 329-349 ; Paye (O.), « La Gouvernance : d'une notion polysémique à un concept politologique », *Etudes Internationales* 2005, n° 1, pp. 13-40

<sup>2</sup> Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, December 1992, point 2.5.

<sup>3</sup> B. Fasterling, J.-C. Duhamel, « Le *Comply or explain* : la transparence conformiste en droit des sociétés », *Revue Internationale de Droit Economique* 2009/2, t. XXIII, 2, pp. 129-157, not. n° 6, p. 134 et s.

sociétés cotées, fréquemment entaché dans l'histoire récente de scandales liés à un déficit de contrôle de l'action des dirigeants, à l'opacité des résultats de l'entreprise ou encore à des niveaux de rémunération estimés peu justifiables. Ainsi, ils abordent des thèmes qu'on pourrait qualifier d'incontournables : l'indépendance des administrateurs, la présence de comités spécialisés tel que le comité d'audit, la lutte contre les conflits d'intérêts ou encore les modalités d'attribution de la rémunération des dirigeants exécutifs. Si chaque code est propre à un pays déterminé, les préconisations qu'il renferme restent relativement standardisées à l'échelle internationale. Au travers de tels référentiels, est ainsi rendue accessible « la » bonne gouvernance, qui offre aux sociétés cotées un mode de gestion et de contrôle stéréotypé, prêt-à-porter.

Le droit positif, et cela ne saurait véritablement surprendre, témoigne d'une faveur à la gouvernance en tant que concept normatif, et ce au travers de la technique dite du « *comply or explain* », « se conformer ou s'expliquer ». Ce mécanisme consiste à obliger chaque année les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, à délivrer des déclarations de gouvernance, lesquelles consistent à prendre appui sur un code de gouvernance, et à expliquer les raisons qui ont amené à ne pas appliquer certaines recommandations qu'il contient. L'obligation de prendre position à l'égard d'un référentiel de gouvernance préétabli érige *de facto* ce dernier au rang de « modèle » de bonnes pratiques, modèle vis-à-vis duquel il convient de se positionner. Toutefois, l'alternative laissée aux sociétés de se justifier en cas de non application de certaines recommandations leur permet de choisir et d'exposer des pratiques singulières, ce qui n'annihile donc pas toute dimension analytique à la gouvernance... Le *comply or explain* se positionne par conséquent à un point de bascule entre une approche normative et une approche analytique, même si les recommandations décrites dans les codes sont conçues comme « les » pratiques de référence potentiellement applicables à toute société. Cette alchimie que réalise la technique du *comply or explain*, entre souplesse et contrainte, explique pour une large part sa notoriété<sup>4</sup>.

Les entreprises cotées sur un marché réglementé doivent en effet, depuis 2008 en France<sup>5</sup>, se livrer chaque année à cet exercice de communication sur leur rattachement et leur conformité à un code de gouvernance. Aux termes des nouveaux articles L. 225-37-4, 8°, et par renvoi, L. 225-68, al. 6 du Code de commerce tels que créés par l'ordonnance n° 2017-1162 du 12 juillet 2017<sup>6</sup> :

---

<sup>4</sup> Le *comply or explain* a fait des émules dans d'autres domaines que celui de la gouvernance, à l'image de la responsabilité sociale et environnementale des grandes entreprises. Certes, l'effet de contrainte n'y joue pas de manière aussi nette, car l'option retenue s'assimile davantage au principe « *if you comply, then explain* » : « Lorsqu'une société se conforme volontairement à un référentiel national ou international en matière sociale ou environnementale, le rapport [environnemental] peut le mentionner en indiquant les préconisations de ce référentiel qui ont été retenues et les modalités de consultation de ce dernier » (art. R. 225-105, al. 4 c. com.). Sur la question, Blin-Franchomme (M.-P.), « Prendre la RSE au sérieux ? L'obligation légale d'information sociale, environnementale et sur le développement durable en droit des sociétés », *Journal des sociétés* 2012, n° 100, pp. 44-54.

<sup>5</sup> Loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire.

<sup>6</sup> La rédaction du dispositif légal du *comply or explain* est restée stable en droit français durant environ dix ans, les anciens articles L. 225-37, al. 7 et L. 225-68, al. 8 du Code de commerce n'ayant pas fait l'objet de modification du 3 juillet 2008 au 14 juillet 2017. L'ordonnance n° 2017-1162 du 12 juillet 2017 a modifié la numérotation et la rédaction de ce dispositif, sans en changer toutefois le régime, sauf sur un point selon nous : la déclaration de gouvernance émane dorénavant du conseil, en ce qu'elle est intégrée au nouveau rapport sur le gouvernement d'entreprise prévu à l'art. L. 225-37, al. 6 c. com., et non plus du président du conseil d'administration. Pour mémoire et comparaison, voici l'ancienne rédaction du dispositif légal du *comply or explain* français : « Lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises, le rapport [du président du conseil joint au rapport annuel de gestion du conseil] précise également les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été. Se trouve de surcroît précisé le lieu où ce code peut être consulté. Si une société ne se réfère pas à un tel code de gouvernement d'entreprise, ce rapport indique les règles retenues en complément des exigences requises par

*Le rapport [du conseil d'administration sur le gouvernement d'entreprise, joint au rapport de gestion], contient les informations suivantes :*

*[...]*

*8° Lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises, les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été, ainsi que le lieu où ce code peut être consulté, ou, à défaut d'une telle référence à un code, les raisons pour lesquelles la société a décidé de ne pas s'y référer ainsi que, le cas échéant, les règles retenues en complément des exigences requises par la loi*

Cette obligation faite aux entreprises dont les actions sont cotées sur un marché réglementé n'est pas une exception française. Elle découle d'un processus d'harmonisation à l'échelle européenne porté par la directive 2006/46/CE du 14 juin 2006, si bien qu'aujourd'hui, ce sont tous les Etats membres de l'Union européenne qui connaissent ce mécanisme.

Outre l'avantage qu'il offre de ne pas devoir choisir entre un modèle de gouvernance strict, qui serait par exemple imposé par la loi, et un modèle purement facultatif, le *comply or explain* présente également les vertus comminatoires usuellement prêtées à la transparence. De fameuses allégories ont dans l'histoire loué les effets bénéfiques de la transparence sur les comportements individuels. Tels les rayons du soleil, considérés comme le meilleur des désinfectants par le juge Brandeis<sup>7</sup>, ou le panoptique de Bentham, qui entretient la conscience d'être observé en permanence<sup>8</sup>, l'obligation de déclarer publiquement le positionnement de la société par rapport aux principes de bonne conduite figurant dans le code aboutirait à moduler les comportements en fonction des attentes de l'observateur. Les sociétés se sachant observées, et notamment leurs dirigeants, un mouvement progressif d'adoption des meilleures pratiques, fussent-elles facultatives et non-contraignantes, serait prévisible ; de même, toute justification au non-respect des bonnes pratiques figurant dans le code devrait consister en une argumentation convaincante, à même de satisfaire les attentes des observateurs. L'influence sur le comportement des agents proviendrait donc d'une transparence obligatoire portant sur des recommandations facultatives.

Voilà pour la théorie. Dans les faits, l'efficacité de ce mécanisme de transparence reste subordonnée à la volonté des protagonistes de s'en emparer de manière vertueuse, ce que confirme l'antienne formulée par M. Soulez-Larivière : « Non, la transparence n'est pas une vertu. Elle est une mécanique au service de la vertu autant que le secret<sup>9</sup> ». L'efficacité du *comply or explain* repose donc avant toute chose sur la pression que les observateurs entendront imposer aux sociétés pour qu'elles se conforment ou fournissent des justifications convaincantes. La déclaration de gouvernance ayant le statut d'information réglementée, et étant à ce titre rendue publique par la société<sup>10</sup>, ces observateurs de la gouvernance peuvent potentiellement être nombreux et divers. On a ainsi pu mettre en avant le rôle de l'opinion publique dans la critique de la gouvernance des sociétés<sup>11</sup>. Ceci étant, les premiers destinataires de cette information demeurent les actionnaires, car ce sont bien eux qui disposent des pouvoirs juridiques utiles afin de manifester leur désapprobation sur les pratiques de gouvernance mises en œuvre au sein de la société. De fait, le *comply or explain* ne peut prétendre à atteindre les objectifs qu'il s'assigne que si les actionnaires consentent à instiguer la pression sus-évoquée.

---

*la loi et explique les raisons pour lesquelles la société a décidé de n'appliquer aucune disposition de ce code de gouvernement d'entreprise ».*

<sup>7</sup> « Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman », in Brandeis (L. D.), *Other People's Money and How the Bankers Use It*, Harper's Weekly, 1914.

<sup>8</sup> Bentham J, *The Panopticon Writings*, Ed. Miran Bozovic, Verso, London, 1995.

<sup>9</sup> Soulez-Larivière (D.), « La transparence et la vertu », in *Mélanges Troper*, Paris, Economica, 2006, pp. 933-937, spéc. p. 937

<sup>10</sup> V. art. 222-9 RGAMF, par renvoi de l'art. 221-1, 1°, d) RGAMF.

<sup>11</sup> Malecki (C.), « Opinion publique et gouvernance d'entreprise : un couple inséparable pour le meilleur et pour le pire », *Mélanges Michel Germain*, LGDJ-Lextenso, 2015, pp. 503-523.



Le constat du peu de didactisme et de la redondance des explications fournies d'année en année par les sociétés en cas de non-conformité (*boilerplate disclosures*), de la faible implication des actionnaires, ainsi parfois qu'une certaine tendance à privilégier les déclarations de conformité pour ne pas avoir à justifier les déviations au code (*box-ticking effect*), ont pu être stigmatisés dans les premiers temps de la généralisation du *comply or explain* en Europe<sup>12</sup>. Cette situation a provoqué de nombreuses réactions de la part des acteurs institutionnels nationaux et communautaires intéressés dans le champ du *comply or explain*, qui ont tous essentiellement insisté sur ce que devait être une bonne justification en cas de non-conformité à un code<sup>13</sup>. Depuis lors, au moins pour la France, tant le régulateur que les associations AFEP et MEDEF, auteurs éponymes du code de gouvernance, constatent dans leur rapport d'évaluation annuelle une amélioration sur ce registre qualitatif des explications fournies<sup>14</sup>. Dans le prolongement des réflexions visant à privilégier un positionnement harmonieux des sociétés françaises à l'égard du code de gouvernance AFEP-MEDEF, ces deux associations ont décidé de créer en septembre 2013 le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (HCGE), chargé entre autres de livrer les interprétations aux recommandations de leur code de gouvernement d'entreprise, et d'instaurer un dialogue avec les sociétés auxquelles des carences dans la communication en matière de gouvernance pourraient être reprochées.

Un réel effort a donc été accompli dans l'objectif de perfectionner le fonctionnement du *comply or explain*, lequel s'impose aujourd'hui comme une technique de communication en matière de gouvernance solidement implantée dans le paysage de l'information sociétale, et comme un vecteur d'implantation des codes de gouvernance dans l'environnement normatif des sociétés. Mais qui dit environnement normatif, ne dit pas environnement juridique. La question demeure en effet irritante : les recommandations contenues dans les codes de gouvernance d'entreprise, par l'obligation d'ordre public de se situer à leur égard, en deviennent-elles des énoncés juridiques ? Autant dire qu'il conviendrait au moins de s'entendre sur le périmètre du phénomène juridique, consensus qui à l'heure actuelle n'existe pas, comme nous aurons l'occasion d'y revenir dans le présent rapport. La valeur juridique des codes de gouvernance reste donc à ce jour indéterminée, même si leur normativité est

---

<sup>12</sup> V. le rapport RiskMetrics, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 23 septembre 2009, spéc. p. 18 : « The comply-or-explain approach formally adopted by the European Commission in 2006 enjoys wide acceptance by the corporate as well the institutional investor community. However, its practical implementation suffers some deficiencies, mainly in the form of an unsatisfactory level and quality of information on deviations by companies and a low level of shareholder monitoring ». *Adde*, Financial Reporting Council, *Review of the Effectiveness of the Combined Code. Progress Report and Second Consultation*, juillet 2009, spéc. p. 4 : « Both companies and investors have expressed reservations about the way in which “comply or explain” works in practice, and it is clear that more needs to be done to encourage all parties to apply it in the intended manner ».

<sup>13</sup> Le code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF a d'ailleurs fait l'objet d'une révision en juin 2013, requérant une plus grande précision sur le volet des explications à fournir en cas de non-conformité : « l'explication à fournir lorsqu'une recommandation [du Code] n'est pas appliquée doit être compréhensible, pertinente et circonstanciée ; elle doit être étayée et adaptée à la situation particulière de la société et indiquer, de manière convaincante, en quoi cette spécificité justifie la dérogation ; elle doit indiquer les mesures alternatives adoptées le cas échéant et décrire les actions qui permettent de maintenir la conformité avec l'objectif poursuivi par la disposition concernée du Code ». *Adde*, Financial Reporting Council (UK), « What is an explanation under 'Comply or Explain' », *Report of discussions between companies and investors*, February 2012 ; Commission Corporate Governance (Bel.), « Règles pratiques pour un 'explain' de qualité » (1<sup>ère</sup> version 2012) ; Institut Française des Administrateurs, « 'Comply or Explain'. Guide pratique de mise en œuvre », *Les travaux de l'IFA*, avril 2013 ; Autorité des Marchés Financiers, *Rapport 2012 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, p. 24 et s. ; Commission Européenne, *Recommandation (2014/208/UE)* du 9 avril 2014 sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise («appliquer ou expliquer»).

<sup>14</sup> Nous renvoyons ici à la succession de rapports annuels émanant de l'AFEP-MEDEF puis du HCGE sur l'application du code AFEP-MEDEF, ainsi qu'aux rapports annuels de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise ; lesdits rapports sont disponibles sur les sites internet de ces institutions.

bien plus évidente : les forts taux de conformité aux recommandations observables depuis l'introduction du mécanisme en droit positif témoignent en effet d'une acculturation évidente des sociétés à ces pratiques de gouvernance, lesquelles deviennent de véritables normes comportementales et structurelles, fût-ce leur caractère juridique indéterminé. Mais le flou entourant la valeur des normes de gouvernance n'est pas uniquement juridique ; il se propage également à leur valeur économique et financière. Là encore, cette question compte parmi les plus irritantes des sciences de gestion : la gouvernance d'entreprise est-elle créatrice de valeur pour l'entreprise et ses parties prenantes, dont les actionnaires bien sûr ? Formulée autrement, la gouvernance amène-t-elle la performance ? Comme nous aurons l'occasion de l'observer, les études en sciences de gestion qui analysent les effets de la conformité déclarée aux codes de gouvernance n'aboutissent pas à des résultats homogènes.

Ces constats d'un flou entourant la valeur des recommandations de gouvernance, à la fois dans le domaine juridique et dans le domaine des sciences de gestion, sont véritablement à la source d'une puissante intuition à la base de la problématique et de l'hypothèse globale de la présente recherche. Si l'incertitude à laquelle aboutit l'analyse de la valeur des préceptes de gouvernance peine à être dépassée, ne conviendrait-il pas de dépasser cette analyse en elle-même ? Après tout, rien n'impose de considérer que l'étude des effets de la gouvernance sur l'ordonnement juridique ou sur la performance économique et financière puisse jouir d'une quelconque exclusivité. Il doit au contraire être possible de questionner la gouvernance sous d'autres angles, qui correspondent à d'autres utilités des codes de bonne conduite ; tel est notre « arbitraire » schumpétérien, à partir duquel nous entendons fonder notre démarche de recherche<sup>15</sup>.

Pour reprendre l'expression utilisée précédemment, à quoi sert ce « supplément d'âme » qu'apporte à la direction et au contrôle de la société la conformité aux bonnes pratiques de gouvernance ? Probablement à témoigner auprès des actionnaires, des investisseurs, de l'opinion publique le cas échéant, du caractère éthique et responsable de la conduite de la société. A quoi sert-il de mettre en œuvre une argumentation circonstanciée défendant les choix singuliers de la société qui se départissent des recommandations du code, si ce n'est également à témoigner d'alternatives organisationnelles tout aussi valables que le modèle prêt-à-porter du code ? Si ces réflexions peuvent de prime abord sembler assez simples, voire anodines, elles mettent pourtant en jeu un changement méthodologique d'importance : la gouvernance d'entreprise passerait d'une variable explicative à une variable expliquée. Dit autrement, il faudrait admettre que la gouvernance ne soit plus une cause entraînant des effets, mais l'effet d'une ou plusieurs causes. Les potentialités ouvertes par une telle réorientation méthodologique sont vertigineuses. Certains facteurs, propres à l'entreprise ou à son environnement, permettent-ils de fournir une explication à la plus ou moins grande propension de la société à se déclarer conforme à telle ou telle recommandation figurant dans les codes de gouvernance ? La société adapte-t-elle la façon dont elle communique sur sa gouvernance en fonction de variables diverses et variées, pouvant tenir à la fois de ses performances réalisées, bonnes ou mauvaises, ou encore de la structure de son actionnariat ? Autant de questions qui ouvrent un champ de recherche bigarré, mais qui toutes s'articulent autour d'une même idée-force : la communication en matière de gouvernance, et spécifiquement la façon dont la société déclare se positionner par rapport aux recommandations des codes de gouvernance, ne serait pas neutre, mais intégrerait une dimension stratégique en lien avec des caractéristiques à la fois conjoncturelles et structurelles de l'entreprise.

---

<sup>15</sup> « Les hypothèses [de travail du chercheur] sont aussi suggérées par les faits, elles sont façonnées en fonction des observations que l'on a faites, mais en stricte logique elles sont la création arbitraire de l'analyste », in Schumpeter (J. A.), *Histoire de l'analyse économique*, Paris, Gallimard, 2004, Tome I, pages 40-41.

Voici l'hypothèse générale de la recherche, telle qu'elle avait été pensée dès les origines du projet :

*La valeur des codes de gouvernance d'entreprise serait difficilement déterminable, aussi bien du point de vue juridique que de celui des sciences de gestion ; en revanche, la déclaration de gouvernance aurait une dimension stratégique pour la société, en ce qu'elle lui permettrait de développer une communication d'ordre éthique sur ces valeurs de gouvernance, dépendante de caractéristiques conjoncturelles et structurelles.*

Le présent rapport de recherche ambitionne de présenter les deux temps de cette hypothèse, d'où l'intitulé de notre recherche : « Valeur de la gouvernance d'entreprise et gouvernance des valeurs de l'entreprise ».

La première partie de ce rapport s'intitule « Analyse de la valeur de la gouvernance d'entreprise ». Elle se divise elle-même en deux chapitres, abordant respectivement « la valeur juridique des normes de gouvernance d'entreprise » et « la valeur de la gouvernance d'entreprise en sciences de gestion ». L'objectif de ces développements sera de démontrer qu'il demeure difficile d'apprécier clairement lesdites valeurs dans ces deux champs disciplinaires. En droit d'abord, où il conviendrait de raisonner bien davantage en termes de promotion sur une échelle de juridicité plutôt qu'en fonction de l'alternative juridique / a-juridique. La dynamique propre des recommandations de gouvernance sur cette échelle nous a semblé conditionnée à la légitimité des auteurs des codes, et surtout à la promotion de leur degré d'obligatorité. En science de gestion ensuite, théâtre d'une confrontation de plusieurs courants doctrinaux qui fournissent de multiples cadres théoriques, interprétations et hypothèses quant au lien qui peut exister entre la gouvernance et la performance ; de même, sur un terrain empirique, les études menées par la doctrine gestionnaire aboutissent à des résultats non-homogènes, maintenant globalement dans l'incertitude l'impact que pourrait avoir la gouvernance sur la performance économique et financière de l'entreprise. Cette première partie développe une réflexion fondée essentiellement sur le droit positif et l'état de l'art. En comparaison, la seconde partie entend développer une démarche empirique plus originale. Intitulée « L'hypothèse d'une gouvernance des valeurs de l'entreprise », il convient de la présenter plus longuement.

Si la communication en matière de gouvernance d'entreprise devait être tenue pour la production d'un discours, d'« histoires racontées<sup>16</sup> » aux différentes parties prenantes et notamment aux actionnaires, alors il conviendrait de caractériser, non pas la valeur de la gouvernance, mais la gouvernance, prise au sens de "pilotage", des valeurs de l'entreprise. La séduction qu'opère cette hypothèse est proportionnelle à la difficulté de la tester. En effet, quelles explications peut-on donner aux choix de gouvernance déclarés par les sociétés ? Peut-être la volonté d'entretenir la confiance des investisseurs et partant la performance boursière, alors même que les résultats de la société ne seraient pas au rendez-vous... Mais comment l'établir ? Peut-être peut-on penser que la structure du capital, composée par exemple significativement d'investisseurs institutionnels, inciterait davantage la société à se montrer soucieuse de sa conformité aux bonnes pratiques figurant dans les codes de gouvernance, tandis qu'une société aux mains d'un actionnaire de contrôle serait moins sensible à ce genre de considérations... Mais comment le prouver ? Pour tenter de sortir de ce qui risquerait de demeurer de pures supputations, une double démarche empirique a été menée dans cette recherche.

D'abord, la pertinence même de l'hypothèse d'une gouvernance des valeurs de l'entreprise a été soumise à une démarche qualitative, divisée en deux volets. Le premier a consisté à élaborer une

---

<sup>16</sup> Albouy (M.), « Les histoires racontées aux actionnaires », *RFG* 2005, vol. 31, pp. 213-232.

enquête en ligne parsemée de questions ayant trait directement ou indirectement à l'hypothèse<sup>17</sup>. Ce questionnaire a été ventilé à large échelle, auprès de personnes ou groupements étant supposés être impliqués ou intéressés dans le champ de la gouvernance en général, ou du *comply or explain* en particulier. Dans l'objectif de maximiser les chances d'obtenir un taux de réponse satisfaisant, une version anglaise a été conçue, réplique fidèle de la version française. Cette enquête s'est divisée en deux parties : un tronc commun, composé de 25 questions relatives à la « perception » du *comply or explain*, et deux séries de questions supplémentaires (13 et 12 questions) relatives à l'« expérience » du *comply or explain* auxquelles il convenait de répondre en qualité soit d'émetteur, soit de destinataire d'informations relatives à la gouvernance<sup>18</sup>. Des liens raccourcis donnant un accès direct au questionnaire ont été générés et envoyés par *mail list* aux services conformité et/ou juridique de la plupart des entreprises cotées en Europe et à de nombreuses sociétés de gestion. Un nombre considérable de retours en échec nous sont parvenus consécutivement à la mise en œuvre de cette méthode, sans doute en raison de dispositifs de filtrage automatique des messageries électroniques de ces entreprises. Parallèlement, les liens vers ces questionnaires furent systématiquement distribués à nos interlocuteurs dans le cadre de nos entretiens décrits ci-après. Alors qu'étaient initialement espérés entre 40 et 50 retours exploitables, ce sont au final 12 questionnaires complets qui purent être récupérés. Si ce taux est trop faible pour être significatif d'un point de vue statistique, il correspond cependant à un éventail diversifié de profils de répondants, et a permis tout de même de récolter plusieurs enseignements sur l'opinion des sondés quant à une éventuelle instrumentation des déclarations de gouvernance au service d'un objectif de communication. Le second volet de cette phase qualitative a consisté à solliciter des entretiens avec des représentants d'acteurs institutionnels impliqués dans le champ de la gouvernance, et du *comply or explain* en particulier. Ont ainsi été contactés l'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM), l'Association Française de Gestion (AFG), l'Association Nationale des Actionnaires de France (ANAF), l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA), l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), Deminor, le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (HCGE), l'Institut Français des Administrateurs (IFA), Labrador et Proxinvest. Seuls l'AFG et Proxinvest n'ont pas été en mesure de nous recevoir. Durant ces entretiens semi-directifs menés sur une à deux heures, l'hypothèse d'une gouvernance des valeurs de l'entreprise fut soumise sans détour à nos interlocuteurs et a donné lieu à des échanges nourris et toujours passionnants<sup>19</sup>. Il sera intéressant d'observer qu'en fonction du profil de notre interlocuteur, positionné plutôt du côté des sociétés ou plutôt du côté des actionnaires, la relation à l'hypothèse n'est pas identique<sup>20</sup>. Quoiqu'il en soit, ce test global de pertinence aura au moins eu le mérite de fournir à l'hypothèse une certaine robustesse, ce qui devait permettre de mettre en œuvre la seconde partie empirique de manière plus confiante.

Dans l'optique d'en apprendre davantage sur l'hypothèse de dépendance des déclarations de gouvernance aux caractéristiques conjoncturelles et structurelles de l'entreprise, une démarche empirique quantitative a été mise en œuvre. Cette phase est ambitieuse. Fondée sur une analyse économétrique utilisant une formule de régression logistique, elle a pour objectif d'observer si des corrélations significatives existent entre les déclarations de gouvernance des sociétés et des variables indépendantes de performance et de structure. Cette méthode, bien connue et très utilisée en statistique, permet d'identifier des relations entre variables susceptibles d'être interprétées comme des relations de cause à effet. Le développement d'une telle démarche implique de constituer avant toute chose des échantillons de données suffisamment représentatifs. Tous les détails

---

<sup>17</sup> Cette enquête devait également être l'occasion de solliciter des opinions intéressant la première partie de la présente recherche, relative à la valeur de la gouvernance ; ceci explique que des extraits et analyses des réponses au questionnaire peuvent figurer dans cette première partie.

<sup>18</sup> Pour plus de détails sur l'architecture et le contenu de ce questionnaire, v. le chapitre 1 de la 2<sup>ème</sup> partie du présent rapport, ainsi que les questionnaires figurant en annexe n° 1 et en annexe n° 2 pour la version anglaise.

<sup>19</sup> Ces entretiens devaient également être l'occasion de solliciter des opinions intéressant la première partie de la présente recherche, relative à la valeur de la gouvernance ; ceci explique que des extraits et analyses des échanges intervenus peuvent figurer dans cette première partie. Pour les restitutions intégrales desdits entretiens, v. l'annexe n° 3 du présent rapport.

<sup>20</sup> Nous renvoyons à nos analyses figurant dans le chapitre 1 de la 2<sup>ème</sup> partie du présent rapport.

méthodologiques de cette partie de l'étude sont fournis dans le rapport<sup>21</sup>, mais quelques précisions s'imposent dès à présent. Quelque 1500 déclarations de gouvernance ont été dépouillées, émises entre 2011 et 2015 par les sociétés françaises, allemandes et britanniques composant respectivement les indices boursiers SBF 120, DAX 30 et MDAX 50, et FTSE 100. Le choix en faveur d'une telle démarche comparée intégrant spécifiquement ces trois pays se justifie à plusieurs titres. L'hypothèse de recherche du projet n'est pas propre à la France, mais peut-être testée à une plus large échelle, dans la mesure où le mécanisme actuel du *comply or explain* est le fruit d'un travail d'harmonisation juridique au niveau européen. Cet élargissement de la phase quantitative est d'autant plus souhaitable qu'il permet potentiellement d'apporter de la robustesse aux résultats observables, mais aussi d'offrir la possibilité d'apprécier des nuances, si ce n'est des différences entre pays. Quant au choix de la France, de l'Allemagne et du Royaume-Uni, il s'imposait presque naturellement, ces pays représentant trois grands types d'économie capitaliste à l'échelle de l'Union.

A chaque fois, ont donc été récoltées les déclarations vis-à-vis d'items de gouvernance pré-sélectionnés, représentant au total environ 65 recommandations de gouvernance figurant dans les codes de gouvernance français<sup>22</sup>, allemand et britannique. Une base d'environ 34.000 données aura par conséquent été constituée. Cette récolte de données a permis, dans un premier temps, d'élaborer des statistiques descriptives quant aux taux de conformité / non-conformité des entreprises de l'échantillon ; par volonté de valoriser ce travail de dépouillement assez considérable et unique, un retour d'expérience des « dépouilleurs » est également livré au lecteur. Tant ces résultats statistiques que ce retour d'expérience témoignent de cultures de conformité en matière de gouvernance, et de cultures de communication sur cette conformité, assez différentes entre les pays traités.

L'analyse économétrique proprement dite a été menée à partir de ces données. Dans la mesure où l'objectif était d'apprécier l'impact de caractéristiques conjoncturelles et structurelles sur les déclarations de gouvernance, les premières ont été affectées du statut de « variables indépendantes » (ou « explicatives »), les secondes du statut de variables « dépendantes » (ou « expliquées »). Le choix des variables indépendantes a été opéré essentiellement à partir des cadres théoriques fournis par les sciences de gestion en matière de gouvernance. Ainsi, les entreprises affichant de faibles performances économiques et financières auraient tendance à se conformer davantage aux recommandations des codes de bonne conduite pour rassurer les investisseurs ; à l'inverse, les entreprises réalisant de bonnes performances seraient moins incitées à se conformer car les investisseurs seraient déjà rassurés à travers les performances réalisées. Les régressions entre variables permettent d'identifier de telles relations causales, si elles existent... De même, selon le cadre théorique fourni par la théorie dite de l'agence, moins le contrôle des actionnaires est important dans la société, plus les latitudes discrétionnaires des dirigeants sont importantes pour gérer la société en fonction de leur intérêt personnel. Ce niveau de contrôle peut dépendre de la composition du capital, en particulier de la qualité des actionnaires qui seraient plus soucieux que d'autres de suivre l'évolution de l'entreprise et de leur investissement, à l'image des investisseurs institutionnels. De la sorte, une relation positive peut être supposée entre la proportion de certaines catégories d'actionnaires dans le capital de la société (investisseurs institutionnels, mais aussi le pourcentage d'actionnaires salariés par exemple), et le degré de conformité aux principes des codes tel qu'il apparaît dans les déclarations de gouvernance. Là encore, une méthode de régression permettra d'identifier une telle relation, si elle existe... A travers ces exemples, on perçoit donc l'utilité de l'analyse économétrique par rapport à notre hypothèse de base. Elle permettrait d'entrevoir dans quelle mesure les déclarations de gouvernance ne seraient pas des exercices autonomes, mais des exercices tributaires de facteurs conjoncturels ou structurels qui potentiellement les influencent, potentiellement les déterminent. C'est alors bien un éclairage de l'hypothèse d'une adaptation de la communication de la société en

---

<sup>21</sup> V. le chapitre 2 de la 2<sup>ème</sup> partie du présent rapport.

<sup>22</sup> S'agissant du code français, le projet ne s'est appuyé que sur le Code AFEP-MEDEF, servant très majoritairement de référentiel de gouvernance pour les sociétés du SBF 120 au cours de la période étudiée. La question du choix du code ne se pose pas en revanche pour l'Allemagne et le Royaume-Uni. Ces questions seront abordées dans la première partie du rapport.

matière de gouvernance qui serait apporté. Notre connaissance des fonctions et utilités des codes de gouvernance d'entreprise n'en sortirait que grandie.

Toutes les considérations qui précèdent seront donc abordées dans le cadre du présent rapport, articulé comme suit :

### ***1<sup>ère</sup> partie : Analyse de la valeur de la gouvernance d'entreprise***

Chapitre 1 : La valeur juridique des normes de gouvernance d'entreprise

Chapitre 2 : La valeur de la gouvernance d'entreprise en sciences de gestion

### ***2<sup>ème</sup> partie : L'hypothèse d'une gouvernance des valeurs de l'entreprise***

Chapitre 1 : La pertinence de l'hypothèse soumise à une démarche qualitative

Chapitre 2 : La validité de l'hypothèse testée par une démarche économétrique



## ***1<sup>ère</sup> partie : Analyse de la valeur de la gouvernance d'entreprise***

Dans la présente recherche, l'analyse de la valeur juridique de la gouvernance s'opère en deux temps.

D'abord, il s'agira d'apprécier la valeur proprement juridique des recommandations de gouvernance contenues dans les codes du même nom. Très rapidement, nous verrons qu'il est bien difficile de raisonner selon l'alternative norme juridique, norme non-juridique ; plus sûrement, il conviendrait de situer les normes de gouvernance sur une échelle de juridicité. Nous constaterons que leur positionnement sur cette échelle n'est pas figé : une dynamique de promotion juridique peut en effet profiter aux recommandations de gouvernance, laquelle s'appuie essentiellement sur un phénomène de renforcement contextuel et substantiel de leur obligatorité (Chapitre 1).

Dans un second temps, la valeur de la gouvernance d'entreprise sera appréciée du point de vue des sciences de gestion. La perspective est ici radicalement différente. Pour cette discipline en effet, possède de la valeur ce qui contribue aux performances de l'entreprise et à l'enrichissement de ses parties prenantes, au premier rang desquelles se placent les actionnaires. La problématique propre aux sciences de gestion consiste alors, et ce de manière tout à fait usuelle, à s'interroger sur les effets que la gouvernance d'entreprise, dans une dimension analytique mais également normative du concept, occasionne en termes de performance. Les résultats des études empiriques menées sur la question, tout comme les cadres théoriques sur lesquels se fondent ces études, ne sont pas homogènes et n'aboutissent pas à livrer une vue nette et décisive sur le lien gouvernance - performance (Chapitre 2).





## Chapitre 1 : La valeur juridique des normes de gouvernance d'entreprise

La valeur juridique des principes contenus dans les codes de gouvernance d'entreprise s'inscrit dans une double dimension, substantielle et hiérarchique. La première dimension détermine la possibilité même de la seconde : situer des recommandations de gouvernance inscrites dans les codes du même nom sur une échelle de valeur juridique, implique au préalable de leur reconnaître une substance juridique. Or, on ne s'entend guère quant à la nature juridique des codes de gouvernance d'entreprise... Mais quoi de plus naturel après tout, quand on sait qu'aucun consensus infaillible n'existe sur le caractère proprement juridique d'une norme et d'un énoncé normatif lorsque la règle édictée est écrite. Toute réflexion en la matière débute par une question simple et classique : comment se départissent les normes de droit et les normes non-juridiques ? Si l'ordre juridique est borné, où les bornes se situent-elles ? Autant dire qu'il conviendrait d'établir avec suffisamment de netteté les critères de la juridicité.

La juridicité est traditionnellement, voire intuitivement, liée au caractère contraignant d'une règle et à la potentielle sanction d'ordre étatique (ou à tout le moins institutionnel) qui accompagne sa violation, ainsi qu'à sa légitimité saisie au travers de celle de son auteur, habilité à dire le droit par et au sein d'un ordre juridique. On a ainsi pu écrire :

*« Pourquoi une règle permet-elle la vie en société ? La réponse est simple : parce qu'elle est obligatoire. Le caractère obligatoire de la règle se traduit par le fait que cette règle est assortie d'une sanction étatique. En cela, la règle de droit se distingue de la règle morale, ou de la règle religieuse. La règle morale est une règle de conscience individuelle, par laquelle l'individu définit son comportement. Le caractère obligatoire de la règle morale relève de la psychologie de l'individu. Le manquement à la règle morale n'est en tout cas pas sanctionné par l'Etat. La règle religieuse peut paraître obligatoire, et assortie de sanctions... Mais ici encore, la sanction émane de Dieu. Elle n'émane pas de l'Etat. [...] Une règle de droit est donc une règle obligatoire, contraignante, assortie d'une sanction étatique. [...] - pour qu'un principe ait une valeur normative, il faut qu'il émane d'une autorité constituée, investie du pouvoir de créer la norme<sup>23</sup>».*

Si l'obligatorité, assortie d'une éventuelle sanction, et la légitimité sont les deux critères traditionnellement associés à la norme juridique, il conviendrait alors, en première intention, d'exclure les codes de gouvernement d'entreprise du champ de la juridicité, et spécifiquement le code AFEP-MEDEF, en ce qu'il émane d'une autorité privée et que les principes qu'il énonce demeurent facultatifs, et *a fortiori* non sanctionnés<sup>24</sup>. Cette vision des choses est remise en cause par une doctrine contemporaine, qui n'hésite pas à dégrader le critère d'obligatorité et à livrer une interprétation renouvelée de la légitimité attachée à la règle de droit.

Partant du constat qu'un certain nombre de dispositions, dont la qualité juridique serait incontestable en ce qu'elles figureraient par exemple dans la loi, n'en comportent pas pour autant un contenu obligatoire, impératif, à l'égard de ses destinataires, fréquents sont les auteurs à disqualifier l'obligatorité du champ des critères de la norme juridique ; péremptoire, on a ainsi pu estimer que le

---

<sup>23</sup> Labbé (X.), *Les critères de la norme juridique*, Presses Universitaires de Lille, 1994, p. 11 et s.

<sup>24</sup> *Comp.*, raisonnant davantage sur l'aspect qualitatif de la norme que sur son caractère juridique : les codes de gouvernance « sont dépourvus de sanction – caractéristique du droit souple – et d'origine privée, ce qui conduit à les distinguer du droit souple étatique. Ces deux caractéristiques pourraient être perçues comme des handicaps au regard des attentes qualitatives exprimées à l'égard de la norme que sont la normativité ou la légitimité », in Raffray (R.), « Les codes de gouvernance et de bonne conduite des entreprises et la qualité de la norme », in Bonis (E.) et Malabat (V.) (co-dir.), *La qualité de la norme. L'élaboration de la norme*, Mare et Martin, 2016, pp. 213-224, spéc. p. 216.

critère de l'obligatorité n'est « pas apte à rendre compte des manifestations plurielles du juridique<sup>25</sup> ». *A fortiori*, nombres de règles obligatoires n'étant pas assorties d'un dispositif de sanction spécifique, cette dernière ne saurait pas davantage être érigée au rang de critère immanquable de la juridicité ; le professeur François Terré d'interroger avec force : « - pendant combien de temps faudrait-il répéter qu'une règle n'est pas juridique parce qu'elle est sanctionnée, mais sanctionnée parce qu'elle est juridique<sup>26</sup> ? ». La « normativité juridique » devrait donc être distinguée de l'« obligatorité de l'outil » juridique, tout comme elle devrait se départir de la « conception impérativiste du droit »<sup>27</sup>. Les codes de gouvernance, porteurs de règles facultatives, non contraignantes, non sanctionnées, ne sauraient par conséquent à ce seul titre être bannis des territoires du droit. Il faudrait y voir une manifestation du droit « souple », pris essentiellement en ses qualités de douceur et de mollesse<sup>28</sup>, mais constitutif de droit tout de même... En outre, si les recommandations de gouvernance n'apparaissent pas en elles-mêmes contraignantes au sein de l'ordre juridique, elles n'en sont pas moins porteuses d'un degré de contrainte par l'intermédiation du droit contraignant... Là est la valeur ajoutée du *comply or explain* tel qu'il est prescrit par le Code de commerce. Le *comply or explain* réalise l'association de règles juridiquement non-contraignantes et d'une obligation légale d'information, ce qui situerait ce mécanisme « au point de bascule entre le droit souple et le droit dur<sup>29</sup> ». L'objectif visé est bien une contrainte, d'ordre "réputationnelle" et non juridique, et ce au moyen d'une règle d'information d'ordre public. Le tout est fondé sur le présupposé comminatoire attribué à la transparence : l'influence sur le comportement des agents ne provient pas d'une menace de sanction liée à l'irrespect d'une norme juridique contraignante, mais de l'observation du public imposée par cette norme contraignante... On peut à ce titre interpréter l'introduction du mécanisme de *comply or explain* par la loi du 3 juillet 2008 comme cette « tendance actuelle de l'art législatif en France » : « - le législateur a délibérément escompté le relai du droit par le non-droit [...] ces lois devraient être analysées moins comme des lois de permission et de libéralisme que comme des lois de transfert : le pouvoir d'interdire a été transféré du droit aux autres systèmes de normes : les mœurs, l'éthique, la religion [...]»<sup>30</sup>. Les codes de gouvernance pourraient être rajoutés à cette liste dressée par l'éminent

<sup>25</sup> Molfessis (N.), « La distinction du normatif et du non-normatif », *RTD civ.* 1999, n° 3, pp. 729-734, spéc. p. 734 ; *adde*, Ost (F.), Van de Kerchove (M.), *De la pyramide au réseau ? Pour une dialectique du droit*, Bruxelles : Facultés Universitaires Saint-Louis, 2002, spéc. p. 313, n° 4 : « - faut-il entendre la signification de la norme [...] comme obligatorité nécessaire ? Faut-il considérer qu'un devoir d'obéissance s'attache à la règle juridique ? [...] Il n'est pas de lien définitionnel, en effet, entre validité et obligatorité de la règle (on rappellera l'existence des normes permissives, des normes secondaires), encore moins entre validité et devoir "intrinsèque" d'obéissance » ; Farjat (G.), « Nouvelles réflexions sur les codes de conduite privés », in Clam (J.), Martin (G.), *Les transformations de la régulation juridique*, LGDJ, coll. Droit et société, 1998, pp. 151-164, p. 163.

<sup>26</sup> Terré (F.), « Pitié pour les juristes ! », *RTD civ.* 2002, n° 2, pp. 247-252, spéc. p. 248 ; Marty (G.), Raynaud (P.), *Introduction générale à l'étude du droit*, Sirey, 1972, spéc. n° 34, p. 59 ; v. déjà, Oppetit (B.), *Philosophie du droit*, Dalloz, 1999, p. 24.

<sup>27</sup> Sur ces notions, et les riches développements fournis par l'auteur, v. Brunet (F.), *La normativité en droit*, Mare et Martin, 2011, p. 217 et s.

<sup>28</sup> Thibierge (C.), « Le droit souple », *RTD civ.* 2003, n° 4, pp. 599-628, et les nombreuses références de l'auteur à l'évolution de la pensée juridique sur les critères de la norme. Le droit flou est un droit imprécis, offrant une latitude d'interprétation importante, cf. Thibierge (C.), *id.*, p. 611 et s. Un droit doux serait un droit dépourvu de contenu obligatoire, qui « incite, invite, recommande, conseille », in Thibierge (C.), *id.*, p. 613. Un droit mou serait un droit non sanctionné juridiquement, cf. Thibierge (C.), *id.*, p. 613 et s.

<sup>29</sup> Poulle (J.-B.), « Les codes de gouvernement d'entreprise au sein de l'Union Européenne », *RTDF* 2009, n° 1-2, pp. 73-82, spéc. n° 5, p. 74. Selon l'auteur : « - on sait que les recommandations élaborées par les associations professionnelles sont dépourvues de force contraignante. C'est précisément la raison pour laquelle les obligations de déclaration vont chercher à créer les conditions de la contrainte là où, strictement entendu, il n'y a pas droit, c'est-à-dire là où n'existe aucune règle susceptible de recevoir la protection de l'Etat », *id.*, n° 31, p. 80.

<sup>30</sup> Carbonnier (J.), *Essais sur les lois*, 2<sup>ème</sup> éd., Defrénois, 1995, spéc. p. 277 ; *adde*, Decoopman (N.), « Droit et déontologie. Contribution à l'étude des modes de régulation », in CURAPP, *Les usages sociaux du droit*, Puf, 1989, pp. 87-105.

auteur. Certains ont pu voir dans ce mécanisme de transfert la consécration du « droit post-moderne<sup>31</sup> ».

S'agissant du critère de légitimité, on a pu estimer que « ce qui confère cette force proprement juridique à un énoncé ne tient absolument pas à la force de ses termes, mais bien au fait qu'il émane d'un locuteur habilité à l'exercice d'un pouvoir juridique<sup>32</sup> ». A ce titre, l'instauration du mécanisme de *comply or explain* emporte des conséquences importantes sur le statut des recommandations issues d'organismes privés. Par autorité de la loi, les sociétés se voient en effet contraintes de se justifier des écarts ou du non-rattachement à « un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises<sup>33</sup> ». Ce renvoi explicite opéré par le législateur audit code peut s'interpréter comme l'habilitation d'un nouveau locuteur à dire le droit, en l'occurrence les « organisations représentatives des entreprises » ; si bien que « ce principe [du *comply or explain*] vient conférer une véritable valeur juridique à des principes de gouvernement d'entreprise qui jusqu'alors n'en avaient aucune »<sup>34</sup>. Pour paraphraser Pascale Deumier et Philippe Jestaz, il s'agirait d'une fusion entre « droit délibéré » et règles « préconisées »<sup>35</sup> : cette fusion s'est opérée par « consécration législative », s'agissant des codes de gouvernance édités par les « organisations représentatives des entreprises » antérieurement à la loi du 3 juillet 2008, et par « délégation légale » pour les recommandations éditées ultérieurement à cette loi<sup>36</sup>. Reste qu'en ayant agi de la sorte, le législateur n'a fait que transmettre sa légitimité à dire le droit telle qu'elle lui est reconnue au sein l'ordre juridique ; cette légitimité demeurerait donc bien le critère immanquable de la juridicité... Une telle vision des choses n'est pas partagée par les tenants du pluralisme juridique décrits par le Doyen Carbonnier<sup>37</sup>, qui s'en remettent au simple constat d'acculturation à quelque énoncé normatif que ce soit pour déceler la nature juridique de la règle de droit. Le pluralisme juridique met en avant un puissant critère qui tend à conférer une autre teinte à la légitimité de la norme juridique, en

---

<sup>31</sup> Poulle (J.-B.), *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise. Le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, L'harmattan, 2011, p. 27 et s.

<sup>32</sup> De Béchillon (D.), *Qu'est-ce qu'une règle de droit ?* éd. Odile Jacob, 1997, spéc. p. 170, et p. 239 et s. *Comp.*, Romano (S.), *L'ordre juridique*, Dalloz, 1975, § 10 et s., p. 17 et s., pour lequel l'existence du juridique réside dans l'institution, qu'elle soit d'origine étatique ou non ; l'absence d'institution disqualifie le champ juridique.

<sup>33</sup> Art. L. 225-37-4, 8° et L. 225-68, al. 6 c. com.

<sup>34</sup> Fages (B.), « Les codes de gouvernement d'entreprise : une comparaison franco-allemande », in Menjuq (M.), Fages (B.) (co-dir.), *Actualité et évolution comparée du droit allemand et français des sociétés*, coll. Thèmes et commentaires, Dalloz, 2010, pp. 81-88, spéc. n° 13, p. 87 ; *adde*, du même auteur, « Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise », *Bull. Joly* 2009, n° 4, pp. 428-433, p. 431.

<sup>35</sup> Deumier (P.), « Nouvelles normes : règles spontanées et droit délibéré », in Pignarre (J.) (dir.), *Forces subversives et forces créatrices en droit des obligations. Rétrospectives et perspectives à l'heure du Bicentenaire du Code civil*, Dalloz, 2002, pp. 101-120, spéc. p. 117. L'auteur traite toutefois de l'hypothèse distincte de la « fusion entre règles spontanées et droit délibéré ». En matière de gouvernance d'entreprise, il ne semble pas envisageable d'utiliser le concept de « droit spontané », issu du développement progressif de pratiques et conduites professionnelles. Les pratiques de gouvernance sont pensées le plus souvent par réaction, et non dans la spontanéité, pas plus que par la force de la tradition ; sur les critères du droit spontané, v. Deumier (P.), *Le droit spontané*, Economica, 2002, not. n° 115 et s., p. 105 et s. La gouvernance relève de la catégorie des règles préconisées, au sens où l'emploi le professeur Jestaz : « Lorsque les opérateurs (ou leurs organisations représentatives) se réunissent afin de réguler une certaine activité avec l'ambition d'influer sur les comportements de tous les intéressés, ils se livrent à une démarche pour le moins autoritaire, ou en tout cas collective, qui tend à susciter ou à faire prévaloir des règles, mais qui, faute de tout caractère spontané, ne débouchera jamais sur une coutume proprement dite. En d'autres termes, nous sommes en présence d'un droit préconisé qui, n'étant ni coutumier ni pré-coutumier, mérite une qualification spécifique », in Jestaz (P.), « Les rapports privés, source de droit privé », in *Autour du droit civil. Ecrits dispersés. Idées convergentes*, Dalloz, 2005, pp. 187-204, spéc. p. 189 et s.

<sup>36</sup> Deumier (P.), *Le droit spontané*, Economica, 2002, n° 396 et s., p. 396 et s. Ces deux processus de légitimation des règles spontanées retenus par cet auteur (« consécration législative » et « délégation légale »), semblent identiques à ceux des règles d'initiative privée préconisées.

<sup>37</sup> Carbonnier (J.), *Sociologie juridique*, coll. Quadrige, Puf, 1994, p. 356 et s.

l'occurrence celui de son effectivité<sup>38</sup> : peu importerait la source de la norme et la qualité formelle de son auteur, car ce qui lui conférerait son caractère juridique résiderait dans le fait qu'elle est largement admise, et par suite mise en œuvre et respectée, par ses destinataires. On a ainsi pu considérer qu'« est légitime la règle qui se trouve collectivement reconnue par les sujets de droit », et que « cette reconnaissance collective revêtirait pour le droit une portée décisive, dans la mesure où on pourrait la regarder comme constitutive de la valeur juridique<sup>39</sup> ». Dans une approche pluraliste du droit, est droit tout ce qui est « vécu comme tel<sup>40</sup> », cette reconnaissance juridique de la règle s'expliquant à raison de ses qualités intrinsèques (au sens d'utilité), et de l'autorité de fait de son auteur (distincte de la légitimité formelle prédéterminée par un ordre juridique). Il faut bien admettre que sous de telles perspectives, le très large mouvement d'adhésion aux préconisations des codes de gouvernance, observable au travers des forts taux de conformité déclarée par les sociétés, conduirait à en faire d'authentiques normes juridiques<sup>41</sup>. On ne peut être plus clair que Yann Paclot sur la question : « - la juridicité du code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées est avérée, pour autant qu'on admet que le critère de la juridicité ne réside ni dans la contrainte, ni dans l'existence d'une sanction coercitive, mais dans la force normative, c'est-à-dire dans la normativité en mouvement et en action, qui se constate par l'effectivité de la norme, et qui procède tout à la fois du bien-fondé de la norme et de l'autorité de son auteur<sup>42</sup> ».

Les critères de la norme juridique apparaissent au final multiples, et une même norme peut en être plus ou moins affectée : là une norme obligatoire mais non sanctionnée, là une règle effective car appliquée à très large échelle mais n'émanant pourtant pas d'une autorité étatique, là des dispositions législatives sans contenu impératif et peu appliquées... Parmi ces normes, lesquelles relèvent du droit ? Peut-être toutes, mais vraisemblablement selon des intensités différentes. Dans cette mesure, le questionnement véritable ne résiderait pas dans l'alternative juridique / ajuridique, mais dans l'intensité juridique, la force juridique de la norme. Est-ce à dire dans sa « force normative » ? L'affirmative est séduisante, mais piègeuse. La « force normative » n'est en effet pas une notion aisément saisissable. Au sens étroit de l'expression, elle rejoint la veine pluraliste précédemment évoquée, c'est-à-dire cette idée d'effectivité d'une règle, d'admission et d'application par ses destinataires ; on a ainsi par exemple pu estimer qu'« interroger la force normative des Codes de

---

<sup>38</sup> Sur la question, v. Ost (F.), Van de Kerchove (M.), « Le pluralisme, facteur d'effectivité ou d'ineffectivité du droit ? », in Boy (L.) (et alii) (co-dir.), *Pluralisme juridique et effectivité du droit économique*, Larcier, 2011, pp. 13-38

<sup>39</sup> Pimentel (C.-M.), « De l'obéissance à la reconnaissance : l'empreinte de la légitimité dans le droit », in Fontaine (L.) (dir.), *Droit et légitimité*, coll. Droit et Justice, n° 96, Bruylant, 2011, pp. 3-13, spéc. p. 13.

<sup>40</sup> Libchaber (R.), *L'ordre juridique et le discours du droit. Essai sur les limites de la connaissance du droit*, LGDJ, 2013, spéc. n° 70, p. 83 : « Bien sûr, dans les sociétés à fort appareil centralisé, le droit étatique pèse comme une évidence sur cet ensemble. Au besoin, l'État se rappellera au bon souvenir de l'individu qui s'y dérobe pour lui montrer le prix à payer pour son indifférence. Mais cette puissance centrale n'empêche pas la diversité des phénomènes juridiques : admis ou non par l'État, l'essentiel est qu'ils soient vécus comme tels. Le constat de base du pluralisme ne manque pas de force : un même individu aura conscience d'être tenu par divers systèmes dont la dignité est variable, mais dont la nature juridique n'est pas contestée ».

<sup>41</sup> Illustrant, non sans un certain scepticisme, le « grand pluralisme » du droit économique par l'exemple des codes de gouvernance, et ce avant même l'instauration du mécanisme de *comply or explain* par la loi française, v. Germain (M.), « Pluralisme et droit économique », *APD*, tome 49, *Le pluralisme*, 2006, pp. 235-242.

<sup>42</sup> Paclot (Y.), « La juridicité du code AFEP / MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2001, n° 7-8, pp. 395-403, spéc. n° 35, p. 403 ; *comp.*, Moulin (J.-M.), « La force normative du code AFEP-MEDEF », *Mélanges Michel Germain*, LGDJ-Lextenso, 2015, pp. 597-607, spéc. p. 599 : « Si ce code n'est assurément pas une norme juridique si l'on accepte, après Paul Amselek, de considérer que la "coloration juridique" d'une norme tient à "la qualité d'autorités publiques des dirigeants qui les mettent en œuvre dans l'exercice de leur fonction de gouvernance des peuples", il n'en demeure pas moins un ensemble doté d'une force normative certaine au sens de capacité d'une norme à orienter, à conduire, à servir de guide, voire à provoquer l'adoption de comportements spécifiques et voulus chez ses destinataires ».

gouvernance suppose de mesurer leur effectivité sur les comportements réels à un instant donné<sup>43</sup> ». Au sens large de l'expression, la « force normative » embrasse l'entière des critères juridiques de la norme ; elle amalgame à des intensités variables la « valeur normative » (« force conférée à la norme par son émetteur »), la « portée normative » (« force de la norme perçue, ressentie, vécue et conférée par ses destinataires »), et la « garantie normative » (« garantie du respect et de la validité de la norme (offerte) par le système juridique »)<sup>44</sup>. Dans cette vision large, la « force normative » rejoint l'intensité ou la force juridique d'une norme, ces secondes expressions présentant toutefois l'avantage de la monosémie.

Quoi qu'il en soit, analyser l'intensité ou la force juridique d'une norme évite l'écueil d'une trop forte essentialisation à laquelle aboutit l'alternative droit / non-droit, et donc l'inéluctable et réducteur choix entre écoles de pensée juridique devant être opéré par l'analyste s'il souhaite trancher l'alternative<sup>45</sup>... Cette méthode mettant en avant l'intensité plutôt que l'essence a été systématisée de manière tout à fait originale par Boris Barraud, qui a proposé la construction d'une « échelle de juridicité » :

*« Une règle de droit est un phénomène qui se déclenche, acquiert vigueur, est intense, s'affaiblit, s'éteint. Selon l'instant, son niveau de juridicité varie. Mais c'est surtout entre les règles – spécialement en fonction de leurs sources – que la juridicité diffère. Ainsi, s'il est probable que de nombreuses règles contenues parmi les constitutions ou les lois revêtent une forte juridicité, sans doute le droit dit « mou » ne possède-t-il qu'une juridicité moyenne ou faible ; et si toutes les règles à juridicité forte sont peut-être liées à l'Etat, toutes les règles étatiques n'ont certainement pas une juridicité forte. Il s'agit donc d'adopter une conception graduelle de la force juridique, de convenir que celle-ci est une qualité susceptible d'être plus ou moins intense et non un état qui est ou qui n'est pas, sans demi-mesure permise. Etonnamment, il n'est que de rares auteurs à avoir accepté semblable hypothèse progressiste, dialectique et anti-manichéenne. [...] D'évidence, la grande majorité des juristes s'arrête à un raisonnement binaire : soit la règle est valide et donc juridique, soit elle n'est pas valide et donc non-juridique. Pourtant, rien n'interdit à une règle, dès lors que la juridicité ne dépend pas d'un unique critère, d'être à moitié juridique. Et quand bien même il n'y aurait qu'un seul critère, celui-ci pourrait parfaitement se voir à demi satisfait<sup>46</sup> ».*

Ladite « échelle de juridicité » est construite sur la base de tous les critères associés à la norme de droit, sans hiérarchie entre eux ; le positionnement de la norme est obtenu grâce au score qu'elle réalise à l'égard de tous ces critères. Seules les règles dont chaque critère de juridicité aurait une valeur

---

<sup>43</sup> Chatelin-Ertur (C.), Onnée (S.), « Des forces normatives des Codes de gouvernance des entreprises à la puissance normative du paradigme en économie organisationnelle », in Thibierge (C.) (et alii), *La force normative. Naissance d'un concept*, LGDJ – Bruylant, 2009, pp. 649-661, spéc. p. 657 ; adde, la citation précitée de Yann Paclot, *ibid.*

<sup>44</sup> Thibierge (C.), « Le concept de force normative », in Thibierge (C.) (et alii), *id.*, pp. 813-838, spéc. p. 822 et s.

<sup>45</sup> Que l'on réfléchisse seulement aux résultats divergents auxquels aboutiraient l'école Kelsenienne et la tradition jusnaturaliste à l'occasion de l'identification de la règle juridique.

<sup>46</sup> Barraud (B.), « L'échelle de juridicité : un outil pour mesurer le droit et fonder une théorie syncrétique » (1<sup>ère</sup> Partie), *APD*, tome 56, *L'entreprise multinationale dans tous ses Etats*, 2013, pp. 365-423, spéc. p. 376.

nulle seraient exclues du champ juridique. Voici les six critères isolés par l'auteur, auxquels s'ajoute un critère transversal<sup>47</sup> :

- « La valeur axiologique » (« garantir l'ordre et réaliser la justice »)
- « La validité » (« formellement et matériellement à l'intérieur d'un ordre juridique »)
- « La qualité » (« règle de conduite obligatoire, règle procédurale ou règle attributive » ; « règle générale, abstraite et impersonnelle » ; « exigence de sécurité juridique »)
- « La sanction » (« le non-respect de la règle est l'objet d'une sanction organisée et effective »)
- « L'application » (« les organes exécutifs (généralement les juges ou l'administration), appliquent effectivement la règle »)
- « L'efficacité » (« la règle produit les effets attendus et, en particulier, est effectivement respectée par ses destinataires »)
- Tous ces critères doivent être intégrés au « développement institutionnel d'un ordre normatif »

Sur cette base, il conviendrait probablement d'affecter aux recommandations de gouvernance figurant dans les codes une valeur juridique faible, mais non nulle. On pensera en particulier au critère de la validité au sein d'un ordre juridique, qui semble rempli du fait de la « délégation légale » sus-évoquée, ou encore à celui de l'efficacité, qui semble également convenablement rempli si, du moins, on s'en tient aux taux élevés de conformité issus des déclarations des sociétés.

Mais au-delà de la question du positionnement des principes de gouvernance sur l'échelle de juridicité, il importe de saisir leur dynamique propre sur cette échelle, et en ce sens d'apprécier la façon dont les recommandations pourraient renforcer leur force juridique. La question de la valeur juridique de la gouvernance cède alors la place à celle de la valorisation des recommandations sur l'échelle de juridicité, et des moyens de l'accomplir. On a écrit avec beaucoup de justesse qu'« on peut en effet imaginer que le recours au droit souple et à ces codes ne représente qu'une étape dans l'avènement d'un droit contraignant formaté par les nouvelles contraintes économiques, sociales et environnementales<sup>48</sup> ». Très clairement, l'indice d'obligatorité apparaît comme le vecteur puissant d'ascendance sur l'échelle du droit (II). Le renforcement de la légitimité des auteurs des codes, question récurrente en France, relèverait quant à elle davantage de l'ordre symbolique que de l'ordre juridique (I).

---

<sup>47</sup> *Id.*, p. 384 et s., et la grille de synthèse proposée en fin d'article.

<sup>48</sup> Raffray (R.), « Les codes de gouvernance et de bonne conduite des entreprises et la qualité de la norme », in Bonis (E.) et Malabat (V.) (co-dir.), *La qualité de la norme. L'élaboration de la norme*, Mare et Martin, 2016, pp. 213-224, spéc. p. 216.

***I : Le renforcement de la légitimité des auteurs des codes de gouvernance : un symbole à atteindre ?***

Après avoir présenté la singularité de la situation française (A), il conviendra d'apprécier en termes d'utilité le renforcement de la légitimité des auteurs du code (B).

**A/ La singularité de la situation française**

L'AMF a récemment produit une étude comparée sur les codes de gouvernement d'entreprise à l'échelle européenne. Elle aborde sans complexe la question des auteurs des codes de gouvernance, et relève la spécificité de la situation française à ce titre :

*« S'agissant de l'élaboration des codes, il apparaît que la France est le seul pays européen de l'échantillon où la rédaction du code de gouvernement d'entreprise est assurée par des associations représentant les émetteurs. Dans trois pays, dont la France, les investisseurs et leurs représentants ne sont pas directement parties prenantes à la rédaction du code, bien qu'ils puissent être consultés<sup>49</sup> ».*

Voici un état comparé des auteurs des codes de gouvernance en Europe, produit par le régulateur français en mars 2016 <sup>50</sup>:

---

<sup>49</sup> AMF, *Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans 10 pays européens*, 30 Mars 2016, spéc. p. 3.

<sup>50</sup> *Id.*, p. 15.



Pays	Rédacteur(s) du code	Date de création du code	Nature de l'organe en charge de la rédaction
<b>Espagne</b>	Comisión Nacional del mercado de valores (CNMV)	2006	Régulateur des marchés (en 2013, un groupe d'experts composé de 12 membres des secteurs public et privé a été nommé pour aider la CNMV à modifier le code)
<b>France</b>	AFEP et MEDEF	2004	Associations représentant les émetteurs. Depuis 2013, le Haut comité de gouvernement d'entreprise, créé à l'initiative de l'AFEP et du MEDEF, a également pour mission de « proposer des mises à jour du code au regard de l'évolution des pratiques y compris à l'international, des recommandations ou pistes de réflexion de l'AMF ou encore des demandes d'investisseurs »
<b>Finlande</b>	<i>Securities Market Association</i>	2003	Entité de coopération créée par l'association des émetteurs (Confederation of Finnish Industries EK), la Chambre de commerce de Finlande et l'entreprise de marché (NASDAQ OMX Helsinki) et composée de 11 membres
<b>Italie</b>	Corporate Governance Committee	2006	Entité composée des associations d'émetteurs et d'investisseurs (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria and Assogestion) et de l'entreprise de marché (Borsa Italiana S.p.A)
<b>Luxembourg</b>	Bourse de Luxembourg	2006	Entreprise de marché, en collaboration avec des représentants d'émetteurs
<b>Pays-Bas</b>	Corporate Governance Code Monitoring Committee	2003	Comité créé à l'initiative conjointe d'acteurs publics (ministère des finances et des affaires économiques) et privés (associations patronales, entreprise de marché Euronext), nommé tous les quatre ans et qui rend annuellement ses conclusions aux ministères de l'Economie, de la Justice et des Finances. Originellement, l'organe de rédaction était composé de représentants d'émetteurs et d'universitaires (Committee Tabaksblat)
<b>Royaume-Uni</b>	Financial Reporting Council (FRC)	1998	Régulateur de l'audit et de l'information financière
<b>Suède</b>	Swedish Corporate Government Board	2005	Entité rattachée à une association ( <i>Association for Generally Accepted Principles in the Securities Market</i> ) mise en place par plusieurs organisations professionnelles pour donner une structure à l'auto-régulation des sociétés cotées sur le marché réglementé suédois du secteur privé et par la <i>Commission on Business Confidence</i> (une commission gouvernementale, qui était présidée par l'ancien ministre des Finances)

Cette comparaison dressée par l'AMF à l'échelle européenne peut être prolongée par nos propres constats à l'échelle internationale :

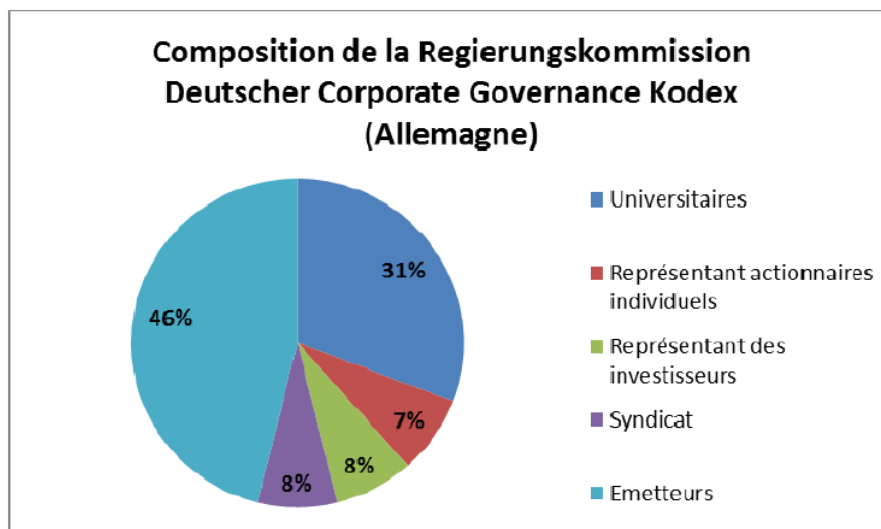
Pays	Code (dernière version révisée)	Organisme / Institution auteur du code	Nature de l'auteur	Composition du groupe de travail / rédaction
Australie	Corporate Governance Principles and Recommendations: 3rd Edition (mars 2014)	ASX Corporate Governance Council	Société de bourse	Représentants des émetteurs, d'investisseurs, d'associations professionnelles (dirigeants d'entreprises, juristes, comptables et auditeurs) <sup>51</sup> ...
Brésil	Code of Best Practice of Corporate Governance : 5th edition (mars 2016)	Brazilian Institute of Corporate Governance	Association sans but lucratif	Emetteurs (sociétés cotées ou non cotées), dirigeants d'entreprises, investisseurs, auditeurs, avocats, universitaires, consultants <sup>52</sup>
Inde	Corporate Governance Voluntary Guidelines (2009)	Ministry of Corporate Affairs.	Autorité gouvernementale	
Chine	Code of Corporate Governance for Securities Companies (janvier 2013)	China Securities Regulatory Commission	Autorité de régulation. Institution publique ministérielle sous autorité directe du Gouvernement Central du Peuple (Conseil d'Etat)	
Japon	Japan's Corporate Governance Code Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term (juin 2015)	Tokyo Stock Exchange	Société de bourse ayant confié l'élaboration du code au "Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code"	Universitaires, dirigeants d'émetteurs, représentants d'investisseurs, associations de promotion de la gouvernance, avocats <sup>53</sup>
Russie	Russian Code of Corporate Governance (2014)	Federal Service for Financial Markets of the Russian Federation	Autorité de régulation	Panel d'experts en gouvernance d'entreprise (ministère du développement économique, représentant des investisseurs et des émetteurs, juges constitutionnels...), Bourse de Moscou, OCDE, BERD...

<sup>51</sup> V. la liste complète à l'adresse <http://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/cgc-charter.pdf>

<sup>52</sup> Sur la composition des membres de l'association, v. <http://www.ibgc.org.br/index.php/en/the-ibgc/members>

<sup>53</sup> V. la liste complète à l'adresse <http://www.jpex.co.jp/english/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/b7gje60000029gf7.pdf>

L'exemple allemand est particulièrement révélateur d'une tradition de dialogue entre les différentes parties prenantes de la gouvernance d'entreprise, prolongeant du reste ce qui peut s'observer au niveau des conseils de surveillance des grandes entreprises d'outre-Rhin soumises à un principe de co-gestion avec les représentants des salariés. Voici, toujours selon l'AMF, la composition de la *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*<sup>54</sup> :



Source : AMF

Il importe de relever la position inclassable des Etats-Unis en matière de gouvernement d'entreprise, pays où aucun code national ou code de place n'existe. Les règles de gouvernance apparentées à celles rencontrées dans les codes à travers le monde relèvent de la réglementation de marché américaine (*Listing Rules*), laquelle s'impose par principe aux sociétés cotées<sup>55</sup>. Le gouvernement d'entreprise aux Etats-Unis ne relève donc pas de la *soft law*, mais du droit dur. Cela ne signifie pas qu'aucune initiative en la matière n'ait été prise outre-Atlantique, bien au contraire : une multitude de recommandations et guides de bonnes pratiques existent, issus pour la plupart d'associations professionnelles, voire de grands noms du capitalisme américain... Au titre de ces recommandations, on peut citer :

- Council of Institutional Investors, *Policies on Corporate Governance*, septembre 2016 ; association d'investisseurs institutionnels (fonds de pension et autres fonds américains)
- Business Roundtable, *Principles of Corporate Governance*, mars 2012 : association des dirigeants exécutifs des grandes entreprises américaines, la plupart cotées.
- National Association of Corporate Director (NACD), *Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies*, octobre 2008 : association d'administrateurs d'entreprise américaines
- Teachers Insurance and Annuity Association (TIAA), *TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance*, 6th edition, mars 2001 : fond de pension du secteur de l'éducation, de la recherche et de la culture aux Etats-Unis.
- *Commonsense principles of corporate governance*, juillet 2016 : groupe informel de 13 dirigeants et investisseurs américains, parmi lesquels Warren Buffet (Berkshire Hathaway Inc.), Jamie Dimon (JP Morgan Chase), Mary Barra (GMC), Jeff Immelt (GE)...

<sup>54</sup> AMF, rapport précit., p. 13.

<sup>55</sup> V. *NYSE Listed Company Manual*, Section 303A, *Corporate Governance Standards* ; disponible à l'adresse : <http://wallstreet.cch.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp%5F1%5F4%5F3&manual=%2F1cm%2Fsections%2F1cm%2Dsections%2F>

## B/ De l'utilité symbolique de renforcer la légitimité de l'auteur du code

Le renforcement de la légitimité des recommandations figurant dans le code de gouvernance français, à travers la diversification des intérêts représentés par leurs rédacteurs, est une question fréquemment soulevée ; ainsi, selon Valérie Lasserre :

« La question de la légitimité des recommandations (liée à leur contenu et à la procédure) est de toute évidence d'autant plus importante qu'elles sont présentées comme une alternative au droit obligatoire mieux adaptée au monde économique, comme des normes de qualité capables de défendre aussi bien l'intérêt social que l'intérêt de l'entreprise [...], et qu'elles n'émanent que d'un groupement de sociétés, alors que dans certains pays, comme en Allemagne ou au Royaume-Uni, les codes de gouvernement d'entreprise sont élaborés par des commissions pluripartites, dans lesquelles siègent des personnes émanant non seulement des entreprises, mais aussi des investisseurs, des salariés et des pouvoirs publics<sup>56</sup> ».

Le régulateur français a eu l'occasion de réitérer cette opinion à l'occasion d'un entretien mené dans le cadre de la présente recherche :

### Extrait de l'entretien avec l'AMF, lundi 27 mars 2017<sup>57</sup> :

**(J.-C. D.)** : Dans l'étude comparée que vous avez menée sur les différents codes de gouvernance en Europe, sortie en mars 2016, au titre de l'originalité de la position française, vous pointez tout de même le fait qu'on y trouve le seul code qui est l'émanation d'associations représentant les entreprises elles-mêmes. On n'a pas par exemple de commission fédérale paritaire comme en Allemagne, chargée sous l'égide gouvernementale d'éditer et de réformer le code de gouvernance.

**(F.-R. B.)** : C'est très simple, nous nous sommes exprimés plusieurs fois sur la question. On estime que l'architecture a malgré tout progressé. En 2012, lorsqu'il y a eu des discussions à l'échelle gouvernementale sur le cadre de la gouvernance, notamment pour importer dans la loi des dispositions issues de la *soft law*, on a posé la question : est-il normal d'avoir un code réalisé par les émetteurs ? Lorsque le HCGE a été instauré, nous avons dit clairement à l'AFEP et au MEDEF que les investisseurs y étaient insuffisamment présents. Même si de toute apparence, ils sont maintenant mieux pris en compte qu'ils ne l'étaient avant, il y a toujours une majorité de représentants d'émetteurs.

**(J.-C. D.)** : Il est vrai que rien que l'estampille « AFEP-MEDEF » peut être gênante, là où d'autres pays mettent en avant le caractère national du code de gouvernance. Je pense par exemple au *Deutsche Kodex* ou au *UK Corporate Governance Code*. L'appellation « Code français de gouvernement d'entreprise » serait *a minima* souhaitable...

**(F.-R. B.)** : Mais de toute façon, la loi est ainsi faite, en ce qu'elle vise des recommandations émanant d'organisations représentatives des entreprises... Nous avons suggéré de modifier la loi sur ce point, en tout cas d'élargir le champ des codes de rattachement. C'est ce que nous avons répondu au Trésor à l'époque.

En l'état actuel, il ne semble pas que le législateur ou le gouvernement entende soustraire le code français de gouvernement d'entreprise à l'autorité "privée" des associations AFEP et MEDEF. Ce renforcement de légitimité des recommandations de gouvernance devrait donc passer, *a minima*, par l'instauration d'un paritarisme au sein des commissions de l'AFEP et du MEDEF en charge de la rédaction des recommandations, au-delà de la simple « consultation » de différentes parties prenantes à l'occasion de la révision des codes existants. Il faut toutefois noter qu'avec la récente création du Haut comité de gouvernement d'entreprise (HCGE) en 2013, dont une des missions

<sup>56</sup> Lasserre (V.), *Le nouvel ordre juridique. Le droit de la gouvernance*, LexisNexis, 2015, spéc. n° 195, p. 336.

<sup>57</sup> V. en annexe 3 pour l'entretien intégral.

consiste à émettre des recommandations de modification du code existant, des « personnalités qualifiées » (avocats, universitaires, associations de gestion financière) sont associées au travail de réforme du code de gouvernance.

Voici la composition du HCGE au 1<sup>er</sup> mai 2017 :

Président :

- Denis Ranque, président du conseil d'administration d'Airbus Group (anciennement EADS), administrateur de Saint-Gobain et notamment ancien président-directeur général de Thales

Membres :

- Michel de Rosen, président du conseil d'administration d'Eutelsat Communications
- Ross McInnes, président du conseil d'administration de Safran
- Dominique de la Garanderie, avocate, ancien bâtonnier du barreau de Paris et administratrice de Renault
- Paul-Henri de La Porte du Theil, président de l'Association française de la Gestion Financière (AFG)
- Nicolas Molfessis, professeur de droit à l'Université Paris II, Secrétaire général du Club des Juristes
- Michel Rollier, président du conseil de surveillance de Michelin, administrateur de Lafarge et président du conseil de surveillance de Somfy

En outre, les révisions du code AFEP-MEDEF intervenues en 2013 et 2015 ont « donné lieu à une consultation notamment des autorités publiques, d'organisations représentant les actionnaires individuels et institutionnels ainsi que des agences de conseils en vote (*proxy advisors*)<sup>58</sup> ». Ayant peut-être tiré les enseignements de ce qui semblait demeurer un regret exprimé par le régulateur<sup>59</sup>, l'AFEP et le MEDEF ont entendu ouvrir plus largement la procédure d'élaboration de la dernière version du code. Etait ainsi lancée le 24 novembre 2016 une consultation publique<sup>60</sup>, consultation conduite sous l'égide du professeur Bertrand Fages. Voici la liste des « contributions les plus substantielles » à cette consultation<sup>61</sup> :

- Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (HCGE) ;
- Emetteurs : Cap Gemini, Nexans, Sanofi ;
- Associations professionnelles : Association Française de la Gestion financière (AFG), Association nationale des sociétés par actions (ANSA), Association pour le patrimoine et l'actionnariat individuel (APAI), Fédération française des associations d'actionnaires salariés et anciens salariés (FAS), Fédération des investisseurs individuels et des clubs d'investissement (F2iC), Institut français des administrateurs (IFA), Société des ingénieurs et scientifiques de France (IESF) ;
- Investisseurs : Amundi, BlackRock, Caisse des Dépôts et des Consignations (CDC), Hermes Investment Management, Mirova ;
- Agences de conseil en vote : Institutional Shareholder Services Inc. (ISS), Proxinvest ;
- Chambre de commerce et d'industrie (CCI) de Paris Ile-de-France ;
- Groupe de travail réuni par le Club des juristes ;
- Cabinets d'avocats (Dechert, Skadden, Sullivan & Cromwell) ;

---

<sup>58</sup> *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, 2013, p. 1 ; *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées 2015*, p. 4.

<sup>59</sup> « Par ailleurs, dans la majorité des pays étudiés, les modifications du code sont soumises à une consultation publique préalable sur le site internet de l'entité en charge de la rédaction du code, ce qui n'est pas le cas pour le code AFEP-MEDEF », in AMF, *Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans 10 pays européens*, 30 Mars 2016, spéc. p. 3.

<sup>60</sup> Consultation organisée en ligne à l'adresse <http://consultation.codeafepmedef.fr/>

<sup>61</sup> Fages (B.), *Synthèse des réponses à la consultation publique du 24 mai 2016 relative à la révision du code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, 24 novembre 2016, p. 1 et s.

- Sociétés de conseil en rémunération (Essere associés, Ethics and Boards, Willis Tower Watson).

La synthèse des consultations élaborée par Bertrand Fages informe également que « parallèlement à la phase de consultation publique, l'AFEP et le MEDEF ont continué de dialoguer avec l'Autorité des marchés financiers ainsi qu'ils l'avaient fait lors des révisions précédentes ».

Si une très large diversité de répondants a donc pu intervenir dans ce processus de réforme du code, celle-ci est tout de même restée aux mains des émetteurs et de leurs représentants. En effet, comme le note le document de synthèse des réponses à la consultation : « les réponses ont été examinées lors de quatre sessions de travail réunissant directeurs juridiques et secrétaires de conseils de sociétés du SBF se référant au code », « des réunions se sont tenues entre les directrices juridiques des deux organisations et l'auteur de la présente synthèse », « à l'issue de l'ensemble de ces réunions, la version révisée a été soumise pour approbation définitive aux instances décisionnelles des deux organisations<sup>62</sup> ».

Le constat tenant à la position singulière du mode d'élaboration du principal code français de gouvernement d'entreprise reste donc effectif, en dépit des évolutions manifestes de la procédure de révision du code ayant abouti à sa dernière version en date. Le représentant du HCGE a entendu minimiser l'importance de cette « exception française » lors d'un entretien mené dans le cadre du présent projet :

**Extrait de l'entretien avec le HCGE<sup>63</sup>, mardi 4 avril 2017<sup>64</sup> :**

**(J.-C. D.)** : Mais s'agissant plus précisément des auteurs des codes, au-delà des cultures de gouvernance caractéristiques de chaque pays. En Allemagne, c'est très clair. Vous avez des représentants de l'Etat, des syndicats salariés, des actionnaires minoritaires, des syndicats d'entreprises... C'est un vrai paritarisme. Lorsqu'on compare la chose à la situation française, même si des efforts nets ont été faits en termes de consultation pour l'élaboration de nouvelles recommandations, le code reste tout de même l'émanation des représentants des entreprises françaises ; du coup, dans la conscience collective, on pourrait se dire que les entreprises produisent leur propre code auquel elles se proposent de se soumettre. Cela ne génère-t-il pas alors un effet négatif dans les esprits ? L'AMF semble le regretter, en tout cas elle relève cette spécificité en Europe... A terme envisagez-vous d'institutionnaliser de manière plus claire la présence des différentes parties prenantes à l'entreprise ?

**(P. D.-B.)** : Ce sont deux questions distinctes. S'agissant de la rédaction du code, la plume est tenue par les entreprises, mais chaque fois qu'il y a une révision, ce document est tellement public, que je ne vois pas quelle voix ne peut pas être entendue au moment de la révision du code. La dernière révision a fait l'objet d'une consultation publique dont la synthèse a été établie par un professeur de droit et publiée. Cela revient donc au même. Le fait que cela soit rédigé par des représentants des entreprises, cela permet d'avoir des principes plus réalistes et mieux appliqués par les entreprises parce qu'ils proviennent d'elles-mêmes, que par exemple des principes qui pourraient être édictés par la loi, lorsqu'elle intervient sur les mêmes domaines.

Il ressort de cet entretien avec le secrétaire général du HCGE que la filiation du code avec les représentants des entreprises est une source de légitimité : l'émanation des pairs confère une autorité au code français de gouvernance, elle-même fondatrice de sa légitimité auprès des émetteurs. Mais les émetteurs ne sont pourtant pas les uniques parties prenantes de la gouvernance à l'égard

<sup>62</sup> *Id.*, spéc. p. 2 et s.

<sup>63</sup> Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise.

<sup>64</sup> V. en annexe 3 pour l'entretien intégral.

desquelles les recommandations doivent apparaître légitimes. D'ailleurs, nombreux sont les interlocuteurs de la présente recherche à avoir clairement lié les origines des principes de gouvernance ainsi que leur évolution aux pressions des investisseurs internationaux et de l'opinion publique<sup>65</sup>. Dans cette mesure, il convient de fonder la légitimité des codes aussi, et si ce n'est avant tout, à leur égard<sup>66</sup>. L'association sous forme de consultation publique d'une multitude de parties prenantes est bien entendu une avancée significative dans cette voie, même si un pas décisif serait vraisemblablement opéré en soustrayant la rédaction du code de gouvernance de la tutelle des représentants des émetteurs. La récente réforme opérée par l'ordonnance du 19 juillet 2017, modifiant la rédaction des anciens articles L. 225-37 et L. 225-68 du Code de commerce, n'a pas été l'occasion d'emprunter ce chemin ; le nouvel article L. 225-37-4, 8° du même code continue de renvoyer à « un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises ».

Une telle réforme de la source du code français de gouvernement d'entreprise ne risque-t-elle pas cependant de relever essentiellement de l'ordre symbolique ? On peut le penser. S'interroger sur le renforcement de la légitimité des auteurs des codes revient en effet à raisonner en termes d'image véhiculée auprès de l'opinion publique, voire de ressenti des parties prenantes sur la profondeur de sens qu'il convient de reconnaître à la conformité aux recommandations de gouvernance. Au-delà, les conséquences du renforcement de la légitimité des rédacteurs du code sur leur contenu restent des plus incertaines, tant il est vrai qu'il est hasardeux de lier le fond des principes de gouvernance à la qualité de leur rédacteur. Une comparaison des codes de gouvernance à l'échelle internationale en témoigne : malgré un éventail diversifié de profils de rédacteurs des codes, l'homogénéisation des recommandations atteint un très haut niveau. De fait, le contenu des codes semble bien ne pas être lié à la qualité, la nature ou encore l'origine de leur rédacteur. L'explication essentielle à ce phénomène de fort mimétisme tient à l'existence de sources supranationales recommandant elles-mêmes les principes, plus ou moins précis et techniques, qu'il est souhaitable de retrouver dans chaque code de gouvernance à l'échelle nationale. L'existence de telles recommandations, qui émanent aussi bien de l'OCDE que des instances communautaires, joue incontestablement un rôle uniformisateur des codes de gouvernance au niveau local. Quel que puisse être l'auteur d'un code national, les grands items de gouvernance consensuels à l'échelle internationale s'y retrouvent donc peu ou prou.

Ci-après figurent les éléments de comparaison, sous forme de tableau, entre les principes de gouvernance recommandés à l'échelle internationale et les prescriptions des codes nationaux des principales économies de l'Union Européenne :

---

<sup>65</sup> Sur cette dernière filiation, v. Malecki (C.), « Opinion publique et gouvernance d'entreprise : un couple inséparable pour le meilleur et pour le pire », *Mélanges Michel Germain*, LGDJ-Lextenso, 2015, pp. 503-523.

<sup>66</sup> Idée déjà exprimée par Caroline Coupet : « Que ce soit dans le domaine de la publicité comme dans celui du gouvernement d'entreprise, les auteurs des normes ont voulu régler des questions qui intéressent des parties prenantes très diverses, en énonçant ce qui doit être. Pour assoir leur légitimité, il faut alors assurer que cette pluralité d'intérêts soit prise en considération », in « Les normes d'origine privée. Réflexions à partir des recommandations de l'Autorité de régulation professionnelle de la publicité et du code AFEP-MEDEF », *RTD com.* 2015, n° 3, pp. 437-454, spéc. n° 15.

## Comparaison internationale des principes de gouvernance, hors spécificités éventuelles liées au secteur d'activité (ex : établissements de crédit)

### Référentiels de gouvernance utilisés pour la comparaison :

**OCDE** : *Principes de gouvernance d'entreprise du G20 et de l'OCDE* (dernièrement approuvés en novembre 2015)

**UE** : - *Recommandation de la Commission (2004/913/CE) du 14 décembre 2004 encourageant la mise en œuvre d'un régime approprié de rémunération des administrateurs des sociétés cotées*

- *Recommandation de la Commission (2005/162/CE) du 15 février 2005 concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance*

- *Recommandation de la Commission (2009/385/CE) du 30 avril 2009 complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées*

**FR** : *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF, novembre 2016*

**ALL** : *German Corporate Governance Code, 7 february 2017*

**R.U.** : *The UK Corporate Governance Code, april 2016*

**IT** : *Italian Corporate Governance Code, july 2015*

**ES** : *Good Governance Code of Listed Companies, february 2015*

### Nomenclature des symboles :

- ✓ Recommandé par les principes / bonnes pratiques de gouvernance
- ✗ Non recommandé ou envisagé de manière facultative par les principes / bonnes pratiques de gouvernance
- ⚠ Obligation légale
- \ Sans objet

### Notes du tableau :

a : En Allemagne, nombre de recommandations concernant la rémunération des dirigeants exécutifs figurent dans la loi sur les sociétés par actions (*Aktiengesetz*), au titre des « principes gouvernant la rémunération des membres du directoire » (§ 87).

b : En Italie, des règles minimales obligatoires concernant la qualification des administrateurs indépendants ainsi que la proportion de ces derniers au sein du conseil d'administration ou du conseil de surveillance sont prévues par le code civil (*codice civile*) et par la loi consolidée sur l'intermédiation financière (*Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 : Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*).

c : Les recommandations de gouvernance structurelles et organiques figurant dans ce tableau ont pour la plupart été codifiées dans la loi espagnole et été rendues obligatoires à partir de décembre 2014 et janvier 2015 (V. art. 529 septies et s. *Ley de Sociedades de Capital*).

d : La mise en place d'un comité d'audit ainsi que sa composition n'ont pas été retenues dans le champ de la comparaison, en raison de l'harmonisation opérée par le droit communautaire sur ces questions (v. *Directive 2006/43/CE du 17 mai 2006, Directive 2014/56/UE du 16 avril 2014 et Règlement 537/2014 du 16 avril 2014*).



	Principes internationaux dont la mise en œuvre à l'échelle nationale est encouragée		Principes retenus à l'échelle nationale					Observations complémentaires
	OCDE	UE	FR	ALL <sup>a</sup>	R.U.	IT <sup>b</sup>	ES <sup>c</sup>	
<b>Principes en matière structurelle et organique<sup>d</sup></b>								
Séparation des fonctions de direction exécutive et de présidence du conseil	✓	✓	✗	⚠	✓	✗	✗	La France, l'Italie et l'Espagne n'ont pas pris position quant à la supériorité du modèle de séparation sur celui d'unicité des fonctions, laissant le choix aux sociétés. En Allemagne, cette séparation est postulée par l'étanchéité entre le directoire et le conseil de surveillance
Présence d'un administrateur « principal » ou « référent » en cas de cumul des fonctions de direction exécutive et de présidence du conseil	✓	✗	✗	\	✓	✓	⚠	Le code de gouvernance britannique recommande en toute hypothèse la désignation d'un « <i>senior independent director</i> », équivalent de l'administrateur indépendant référent. Le code français envisage de manière facultative la présence d'un administrateur référent, peu important le choix de séparer ou non les fonctions de direction et de présidence ; en revanche, lorsque le conseil désigne un administrateur référent, il est recommandé qu'il soit indépendant.
Critères d'indépendance des administrateurs	✓	✓	✓	✓	✓	⚠	⚠	Les critères d'indépendance de l'administrateur sont moins exigeants pour l'Allemagne en comparaison des autres pays : absence de « relations personnelles ou d'affaires avec la société, ses dirigeants, un actionnaire de contrôle ou une société affiliée à ce dernier qui pourrait causer un conflit d'intérêt substantiel, et non simplement temporaire ». Pour l'Italie, la loi prévoit des critères minimum obligatoires d'indépendance des administrateurs (art. 2409-septiesdecies [2] <i>codice civile</i> , art. 148 (3) de la loi consolidée sur la finance), calés sur ceux des auditeurs éligibles par la société ; la loi renvoie de manière facultative aux critères supplémentaires posés par le code de gouvernance italien.
Proportion d'administrateurs indépendants au conseil	✓	✓	✓	✓	✓	⚠	✓	Les recommandations internationales préconisent un nombre « suffisant » d'administrateurs indépendants. L'Allemagne recommande un nombre « approprié », alors que les autres pays établissent des proportions déterminées (ex : entre 1/3 et 1/2 en Espagne selon la taille ou la concentration du capital de la société). En Italie, un nombre minimum légal obligatoire d'administrateurs indépendants doit composer le conseil d'administration (au moins 1/3 ; v. art. 2409-septiesdecies [2] <i>codice civile</i> ) ou le conseil de surveillance (1 par principe, 2 si le conseil a plus de 7 membres ; v. art. 147-ter (4) de la loi consolidée sur l'intermédiation financière) ; le code de gouvernance italien recommande une proportion minimale identique dans les deux types de conseil, à savoir 1/3 d'indépendants.
Mise en place d'un comité des nominations	✓	✓	✓	✓	✓	✓	⚠	

Proportion d'administrateurs indépendants dans le comité des nominations	✓	✓	✓	✗	✓	✓	⚠	En Allemagne, est recommandé que le comité des nominations soit « composé exclusivement de représentants des actionnaires ».
Mise en place d'un comité de rémunération	✓	✓	✓	✗	✓	✓	⚠	En Allemagne, le conseil de surveillance « est libre de déléguer aux comités [i.e. de fait au comité des nominations] la préparation du recrutement des membres du directoire et des conditions de leur contrat incluant la rémunération ».
Proportion d'administrateurs indépendants dans le comité de rémunération	✓	✓	✓	\	✓	✓	⚠	
Auto-évaluation périodique des travaux du conseil	✓	✓	✓	✗	✓	✓	⚠	Aucune disposition du code de gouvernance allemand n'évoque l'évaluation des travaux du conseil de surveillance
<b>Principes en matière de rémunérations des dirigeants exécutifs</b>								
Politique de rémunération promouvant la valorisation durable et à long terme de l'entreprise (notamment s'agissant de la rémunération variable des dirigeants)	✓	✓	✓	⚠	✓	✓	✓	En Allemagne, selon le § 87, (1), 2 et 3 <i>Aktiengesetz</i> : « Le système de rémunération des sociétés cotées doit être destiné au développement durable de la société. Les bases de calcul des composantes variables de la rémunération devraient par conséquent s'étaler sur plusieurs années ». Cette disposition est reprise par le code de gouvernance.
Critères de performance prédéterminés (le cas échéant non financiers) conditionnant la rémunération variable	✗	✓	✓	⚠	✓	✓	✓	Pour l'Allemagne, selon le § 87, (1), 1 <i>Aktiengesetz</i> : « Le conseil de surveillance doit, lorsqu'il détermine la rémunération totale de chaque membre du directoire (salaire, participation aux résultats, remboursement de frais, prime d'assurance, commissions, rémunérations incitatives telles que les droits de souscription d'actions et avantages additionnels de toute sorte), s'assurer qu'un tel montant total entretient une relation raisonnable avec les devoirs et performances des membres concernés, tout comme avec la situation de la société, et qu'il n'excède pas les standards en la matière sans raison particulière ». Cette disposition est reprise par le code de gouvernance.
Critères de performance prédéterminés (le cas échéant non financiers) conditionnant la rémunération basée sur des actions	✗	✓	✓	⚠	✗	✓	✗	Pour l'Allemagne, le § 193, (2), 4. <i>Aktiengesetz</i> énonce que lors du vote du plan de souscription d'actions par l'assemblée générale, « la résolution doit stipuler des objectifs de performance ».

Plafonnement des rémunérations variables								Pour l'Allemagne, le code de gouvernance prévoit que « le montant de la rémunération doit être plafonné, à la fois au regard des composantes variables de la rémunération, mais aussi s'agissant de son montant total [i.e. rémunération fixe et variable] ».
Clause de « <i>Clawback</i> » portant notamment sur la rémunération variable (récupération et/ou non versement de rémunération en cas de changement de la situation de l'entreprise et de ses performances initialement attendues)								Pour l'Allemagne, selon le § 87, (2), 1 <i>Aktiengesetz</i> : « Si la situation de la société se détériore après la détermination de la rémunération de telle sorte qu'un paiement de tout type (salaire, participation aux résultats, remboursement de frais, primes d'assurance, commissions, rémunérations incitatives telles que les droits de souscription d'actions et avantages additionnels de toute sorte) serait déraisonnable pour la société, le conseil de surveillance doit réduire la rémunération à un niveau raisonnable ».
Plafonnement des indemnités de cessation des fonctions								
Versement des indemnités de cessation des fonctions conditionné à des critères de performance prédéterminés / versement prohibé ou réétudié pour un dirigeant en situation d'échec ou quittant la société affichant de faibles performances								En France, les indemnités liées à la cessation des fonctions de dirigeant ont été légalement soumises à des conditions de performance dès 2007. Le code de gouvernance français reprend également le principe selon lequel « il n'est pas acceptable que des dirigeants dont l'entreprise est en situation d'échec ou qui sont eux-mêmes en situation d'échec la quittent avec des indemnités ».
Délai d'indisponibilité des actions et/ou des options sur actions attribuées en rémunération								Pour l'Allemagne, le § 193, (2), 4. <i>Aktiengesetz</i> énonce que lors du vote du plan de souscription d'actions par l'assemblée générale, « la résolution doit stipuler des périodes d'acquisition d'actions et d'exercice d'options, ainsi qu'une période d'indisponibilité d'exercice des options d'au moins 4 ans ». Pour la France, ce délai d'indisponibilité est rendu obligatoire par la loi pour les seules attributions d'actions (v. art. L. 225-197-1, I, al. 6 c. com.) ; le délai d'indisponibilité des options n'est en revanche ni obligatoire, ni recommandé, mais le plus souvent induit par un régime fiscal incitatif. En Espagne, le délai d'indisponibilité est recommandé par le code de gouvernance et ne concerne que les options.
Conservation d'actions jusqu'à la fin du mandat de dirigeant.								Le code britannique de gouvernance recommande même la conservation des actions « après avoir quitté la société ». Pour la France, le code de gouvernance recommande que « les dirigeants mandataires sociaux consacrent à cette fin [de conservation] une part des levées d'options ou des attributions d'actions de performance telle que déterminée par le conseil » ; mais la loi française oblige à une telle conservation s'agissant des actions attribuées gratuitement (v. art. L. 225-197-1, II, al. 4 c. com.)

De la lecture du tableau ressort le constat d'un important degré d'homogénéisation des principes de gouvernance à l'échelle internationale, qu'ils figurent dans les codes, ou qu'ils aient été rendus obligatoires par la loi. Seule l'Allemagne se distingue à l'échelle européenne, ayant intégré moins de recommandations dans son code domestique ou préféré une intermédiation législative dont il faut reconnaître qu'elle demeure assez vague et peu contraignante en matière de rémunération. Ce résultat est relativement contre-intuitif. Malgré l'existence d'une commission paritaire désignée par le gouvernement fédéral, les recommandations de gouvernement d'entreprise apparaissent moins exigeantes, laissant à la loi le soin d'énoncer des principes le plus souvent généraux, ou à tout le moins sans indication précise et technique. En comparaison, le code de gouvernance français, qui pourrait facilement être stigmatisé comme étant un référentiel « taillé sur mesure » par et pour les sociétés cotées, contient un niveau d'exigence plus important, et surtout un luxe de détails s'agissant de la question des rémunérations des dirigeants. La présence d'intérêts multiples et variés au sein de la *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex* n'a donc pas entraîné l'adoption de recommandations qui auraient intuitivement pu s'avérer plus pesantes qu'en France. Cette situation amène à accréditer l'opinion du secrétaire général du HCGE, pour qui les principes de gouvernance demeurent tributaires certes des grands consensus internationaux, mais également des traditions capitalistiques nationales :

**Extrait de l'entretien avec le HCGE<sup>67</sup>, mardi 4 avril 2017<sup>68</sup> :**

**(P. D.-B.) :** [...] la gouvernance des grandes sociétés en Allemagne est quelque chose de complètement différent de celle qui prévaut en France. Elle est quand même dominée par le fait que les conseils de surveillance en Allemagne sont composés dans les grandes sociétés d'une moitié de représentants salariés. Donc la gouvernance y est quelque chose de complètement différent. J'étais membre du conseil de surveillance d'une société allemande d'assez grande taille pendant une dizaine d'années, et je vous prie de croire que cela n'a absolument rien à voir. Ce n'est pas du tout la même chose. Si vous regardez le code allemand de gouvernance, il est beaucoup moins nourri que le nôtre, notamment sur les rémunérations.

**(J.-C. D.) :** On retrouve tout de même les grandes thématiques de la gouvernance.

**(P. D.-B.) :** Bien sûr, on retrouve les thématiques de l'OCDE, qu'on trouve dans environ 150 pays du monde... Même en Chine et en Russie, puisque le G20 a adhéré aux principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE. Donc, on est dans le très général. Le code AFEP-MEDEF est beaucoup plus détaillé que le code allemand. Quant au FRC britannique, c'est l'émanation de la City. Le principal moteur dans le FRC, ce sont les auditeurs, les *big four*.

<sup>67</sup> Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise.

<sup>68</sup> V. en annexe 3 pour l'entretien intégral.

## **II : Promouvoir l'obligatorité des codes de gouvernance : un mouvement tangible**

Promouvoir l'obligatorité des codes de gouvernance doit s'entendre de l'intensification de leur force contraignante. Cette intensification s'opère de deux façons : de manière indirecte au travers d'une contrainte contextuelle portant sur les modalités de mise en œuvre des recommandations qu'ils contiennent (A), ou de manière directe par promotion normative (B).

### **A/ Promouvoir un contexte contraignant de mise en œuvre des recommandations de gouvernance**

Les modalités de mise en œuvre des recommandations contenues dans les codes de gouvernance, sans pour autant les rendre intrinsèquement contraignantes, ne sont pas sans effet sur leur degré d'obligatorité. Il est une différence importante entre un code de gouvernance déterminé devant servir obligatoirement d'appui au mécanisme de *comply or explain*, et un code indéterminé vis-à-vis duquel un rattachement n'est que facultatif (1). De même, l'intensité de contrainte pourra varier selon la nature des recommandations soumises au *comply or explain* : des recommandations subjectives, dont la charge éthique serait trop importante, s'adapteraient assez mal à un exercice formel de conformité (2). Enfin, si l'inapplication de recommandations facultatives ne saurait aboutir à une sanction, il n'en irait pas de même s'agissant des déclarations de gouvernance. L'éventuelle sanction à laquelle pourrait donner lieu une déclaration de conformité fallacieuse contribuerait indirectement à renforcer l'obligatorité de la recommandation qui en est l'objet : la recommandation deviendrait obligatoire par l'effet de la déclaration de conformité (3).

#### *1) L'obligatorité du rattachement à un code et du code de rattachement*

Un premier stade du renforcement de l'obligatorité des recommandations de gouvernance réside dans le fait de rendre le rattachement à un code obligatoire. Cette obligation de prendre appui sur un référentiel de gouvernance de sorte à justifier des écarts éventuels à ses dispositions est la situation qui prédomine à l'échelle internationale. A ce titre, les sociétés britanniques n'ont pas le choix d'adhérer ou non à un référentiel de gouvernance, pas davantage du reste qu'elles n'ont la possibilité de choisir ce référentiel : elles doivent impérativement se jauger à l'égard du *UK Corporate Governance code*, tel que réformé à un rythme bisannuel depuis 2000, et ce conformément aux *Listing Rules* éditées par le régulateur britannique (le FCA : *Financial Conduct Authority*)<sup>69</sup> :

---

<sup>69</sup> *FCA Handbook*, Listing rules 9.8.6. R.

**Additional information**

9.8.6

**R**

In the case of a *listed company* incorporated in the *United Kingdom*, the following additional items must be included in its annual financial report:

- (5) a statement of how the *listed company* has applied the Main Principles set out in the *UK Corporate Governance Code*, in a manner that would enable shareholders to evaluate how the principles have been applied;
- (6) a statement as to whether the *listed company* has:
  - (a) complied throughout the accounting period with all relevant provisions set out in the *UK Corporate Governance Code*; or
  - (b) not complied throughout the accounting period with all relevant provisions set out in the *UK Corporate Governance Code* and if so, setting out:
    - (i) those provisions, if any it has not complied with;
    - (ii) in the case of provisions whose requirements are of a continuing nature, the period within which, if any, it did not comply with some or all of those provisions; and
    - (iii) the *company's* reasons for non-compliance; and

Une situation équivalente prévaut en Allemagne, où la loi sur les sociétés par actions dispose<sup>70</sup> :

### § 161 Corporate Governance Codex Declaration

- (1) <sup>1</sup>The management board and supervisory board of the listed company shall declare annually that the recommendations of the 'Government Commission German Corporate Governance Codex' published by the Federal Ministry of Justice and Consumer Protection in the official part of the Federal Gazette has been and will be complied with or which recommendations have not been or will not be applied and why. <sup>2</sup>The same shall apply to the management board and the supervisory board of a company which has exclusively issued other securities than shares for trading on an organised market within the sense of § 2 (5) of the Securities Trading Act and the issued shares of which shall, on the company's own initiative, only be traded via a multilateral trading system within the sense § 2 (3) sentence 1 No. 8 of the Securities Trading Act.
- (2) The declaration shall be continuously available to the public on the company's Internet page.

Sur ce sujet du rattachement obligatoire à un code de gouvernance, la France fait figure d'exception, tout comme l'Espagne et l'Italie si l'on en croit l'étude comparée de l'AMF sur les codes de gouvernance en Europe<sup>71</sup>. Il est vrai que l'expression « *comply or explain* » ne décrit qu'imparfaitement le régime français, et que nous avons eu tôt fait, aux lendemains de la transposition en France de la directive 2006/46/CE du 14 juin 2006, de lui préférer l'expression plus exacte « *Apply or explain, and if you apply, comply or explain*<sup>72</sup> ».

<sup>70</sup> Version anglaise issue de la traduction fournie par le cabinet international Norton Rose Fulbright : *German Stock Corporation Act (Aktiengesetz)*, May 10, 2016, disponible à l'adresse <http://www.nortonrosefulbright.com/files/german-stock-corporation-act-147035.pdf>

<sup>71</sup> AMF, *Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans 10 pays européens*, 30 Mars 2016, spéc. p. 16 et s.

<sup>72</sup> Fasterling (B.), Duhamel (J.-C.), « *Le comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés* », *RIDE* 2009/2, pp. 129-157, n° 10 et s., p. 132.

Le Code de commerce présente un mécanisme à double détente. Les sociétés doivent d'abord faire le choix d'appliquer ou non un code de gouvernance ; si elles décident de ne pas en appliquer, elles doivent s'en justifier et indiquer les règles retenues en complément des exigences requises par la loi (« *apply or explain* »). Si elles décident d'appliquer un code de gouvernance, elles doivent alors se justifier de toute déviation éventuelle à certaines des recommandations qu'il contient (« *comply or explain* »). Cette alternative amène donc à constater l'absence d'obligation en droit positif français de prendre appui sur un code de gouvernance. L'obligatorité des recommandations de gouvernance s'en trouve-t-elle atteinte ? Certes pas, car des recommandations de gouvernance resteront toujours facultatives, fussent les sociétés contraintes ou non de se rattacher à un code... Mais il demeure tout de même une nuance contextuelle de taille entre des recommandations facultatives à l'égard desquelles une société doit impérativement se positionner, et des recommandations facultatives à l'égard desquelles une société n'a pas d'obligation de se situer...

Cette possibilité reconnue aux sociétés de ne pas se rattacher à un référentiel de gouvernance est présentée de manière avantageuse par Alain Couret, qui y voit, non pas une occasion ratée par la France d'agir en faveur de la promotion juridique du code de gouvernance, mais une « voie alternative [qui] ouvre un chemin de liberté qui pourrait être parfois de nature à mieux réaliser un objectif général d'appropriation des normes ». Chemin de liberté qui néanmoins, aussi séduisant qu'il puisse paraître dans son principe, n'est pas emprunté, ou très peu, par les sociétés cotées, et ce pour des raisons perçues par l'auteur lui-même : « Une telle liberté a peu de chance de pouvoir s'exercer pleinement. D'abord, l'exercice est indubitablement difficile. Comment expliquer qu'aucun code n'est conforme aux ambitions de la société ? Ensuite, il est souvent plus difficile de s'aligner sur des règles déjà faites que d'en créer de nouvelles. Le bon sens nous dit aussi que la société qu'aucun code n'a réussi à convaincre risque d'être contrainte à élaborer des normes plus exigeantes que celles contenues dans lesdits codes, ce qui ne l'enthousiasme guère sauf à être mue par un projet particulier de nature éthique. Par ailleurs, la gouvernance repose largement sur l'idée de mise en œuvre de bonnes pratiques professionnelles : la bonne pratique est un bien commun qui a vocation à être généralisé, et qui a bien souvent une dimension internationale. L'investisseur s'attend à retrouver sur un marché des pratiques auxquelles il a été familiarisé par sa présence sur d'autres marchés<sup>73</sup> ».

En outre, au-delà de la question du caractère obligatoire du rattachement à un code, se pose également celle du caractère obligatoire du code de rattachement... Dans les exemples britannique et allemand sus-rapportés, les codes de rattachement sont expressément visés, à savoir le *UK corporate governance code* et le *Deutscher Corporate Governance Kodex*. Telle n'est pas la situation française, qui vise « un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises », sans plus de précision. Certes, *de facto*, il ne fait pas de doute que le code en question est le code AFEP-MEDEF s'agissant des grosses capitalisations, et le code MiddleNext pour les moyennes et petites<sup>74</sup>. Mais le fait de nommer ces codes explicitement dans la loi aurait certainement renforcé la valeur juridique des recommandations qu'ils contiennent<sup>75</sup>, et surtout, aurait permis de résoudre une quasi-inextricable difficulté d'interprétation textuelle...

Le *comply or explain* est en effet subordonné au choix du rattachement à un code émanant « d'organisations représentatives des entreprises », ce que sont l'AFEP, le MEDEF, et MiddleNext. En revanche, si un code n'émane pas d'une telle organisation « représentative », et si les mots de la loi ont un sens, il ne peut servir de rattachement au *comply or explain*, mais pourrait par exemple constituer un support à l'alternative « *apply or explain* », afin d'« indiquer les règles retenues en

<sup>73</sup> Couret (A.), « Comply or explain : les destinées françaises du principe », *Bull. Joly* 2017, n° 3, pp. 202-208, spéc. n° 5 et 35.

<sup>74</sup> Même si ce dernier code ambitionne, depuis sa dernière réforme de 2016, de devenir également une référence pour les plus grosses capitalisations, v. Portier (P.), « Le Code Middlenext s'universalise », *Bull. Joly* 2016, n° 11, pp. 634-636.

<sup>75</sup> Sur ce critère d'habilitation à produire des règles juridiques par « délégation légale », v. *supra*.

complément des exigences requises par la loi ». Le nœud gordien du problème est donc le suivant : que recouvrent les « organisations représentatives des entreprises » visées par le texte ; s'étendent-elles aux organisations représentants des intérêts socio-professionnels et corporatistes, voire aux groupes de réflexion et autres *think tanks*<sup>76</sup> ? Si cette question demeure disputée<sup>77</sup>, elle reste largement théorique considérant l'hégémonie des codes AFEP-MEDEF et MiddleNext, qui constituent un havre de sécurité juridique compensant les difficultés d'interprétation du texte légal. Bien heureusement, les sociétés non-résidentes cotées sur la place parisienne n'auront pas à se livrer à cette herméneutique savante pour déterminer si leur code domestique de rattachement répond à la singulière condition française : en raison du principe de territorialité du droit français des sociétés, les articles L. 225-37-4, 8° et L. 225-68, al. 6 du Code de commerce s'appliquent aux sociétés immatriculées en France, tandis que la réglementation boursière française énonce explicitement que les sociétés « dont le siège est situé en France et dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé rendent publics, selon les modalités fixées à l'article 221-3, les rapports mentionnés aux articles L. 225-37<sup>78</sup>, L. 225-68 et L. 225-235 du code de commerce<sup>79</sup> ». Cette disposition permet aux sociétés cotées en France mais immatriculées à l'étranger de demeurer rattachées à leur code domestique, selon le régime de *comply or explain* déterminé également par leur loi nationale. De fait, toutes les sociétés étrangères cotées à Paris que nous avons observées durant notre étude procèdent de la sorte<sup>80</sup>. Une telle solution ne prévaut pas en revanche en droit britannique, qui confère aujourd'hui au *UK corporate governance code* une dimension extraterritoriale. Jusqu'en 2010 en effet, les sociétés non-britanniques (*overseas companies*) cotées sur le *London Stock Exchange* bénéficiaient d'une règle spécifique : elles devaient déclarer annuellement si elles se conformaient ou non au régime de gouvernance de leur pays d'origine, et décrire les points de divergence significatifs entre ce régime de gouvernance et les dispositions du code de gouvernance britannique. Cette règle a aujourd'hui disparu pour les sociétés cotées sur les marchés principaux de la bourse de Londres (*premium listing*), dans la mesure où les *listing rules* prévoient uniquement<sup>81</sup> :

<sup>76</sup> On pensera à une grande diversité de principes et recommandations de gouvernance édités par des organisations aux profils variés : Institut Français des Administrateurs (IFA), Association Française de Gestion (AFG), Institut Montaigne, Association des Dirigeants et Administrateurs d'Entreprises (ADAE).

<sup>77</sup> Pour notre part, nous pensons que seuls les codes AFEP-MEDEF et MiddleNext peuvent être l'objet d'un rattachement dans le cadre du régime français du *comply or explain*, ces associations étant les seules "authentiquement" « représentatives des entreprises » à avoir émis des recommandations de gouvernance ; sur la question, v. notre opinion exprimée dès les origines de l'adoption par la France du mécanisme de « *comply or explain* », Fasterling (B.), Duhamel (J.-C.), *op. cit.*, n° 15 et s. ; notre position semble minoritaire, les autres auteurs étant plus œcuméniques vis-à-vis des codes de rattachement, ou à tout le moins indécis, v. Magnier (V.), « Le principe "se conformer ou s'expliquer", une consécration en trompe-l'œil ? », *JCP E* 2008, n° 23, 280, pp. 3-5, not. p. 4 ; Lecourt (B.), « La loi DDAC du 3 juillet 2008 réformant le code de commerce dans ses dispositions relatives au gouvernement d'entreprise, aux fusions internes, à la SARL et à la SE », *Rev. soc.* 2008, n° 3, pp. 563-576, n° 10, not. p. 568 ; Couret (A.), *op. cit.*, n° 27 ; Le Cannu (P.), « Le code ADAE relatif à la gouvernance des entreprises moyennes françaises », *Bull. Joly* 2016, n° 2, pp. 118-124, n° 9.

<sup>78</sup> Auquel renvoie l'art. L. 225-37-4 c. com.

<sup>79</sup> Art. 222-9 RGAMF.

<sup>80</sup> *Sociétés non-résidentes composant l'indice parisien SBF 120, rapports annuels 2016 (sauf TechnipFMC)*

Nationalité	Nom de la société	Code de gouvernance de rattachement
Pays-Bas	Airbus Group ; Euronext ; Gemalto ; STMicroelectronics	<i>The Dutch corporate governance code</i>
Luxembourg	Aperam ; ArcelorMittal ; SES	<i>Les X principes de gouvernance d'entreprise de la Bourse de Luxembourg</i>
Suisse	LafargeHolcim Ltd	<i>Code suisse de bonnes pratiques pour le gouvernement d'entreprise</i>
Belgique	Solvay	<i>Code belge de gouvernement d'entreprise</i>

<sup>81</sup> *FCA Handbook*, Listing rules 9.8.7. R.



An overseas company with a premium listing must include in its annual report and accounts the information in ■ LR 9.8.6R (5), ■ LR 9.8.6R (6) and ■ LR 9.8.8 R.

La solution britannique confère indubitablement au code anglais une obligatorité plus importante, en ce qu'il donne lieu à un rattachement obligatoire dès qu'une société admet ses titres sur un marché principal londonien. Pour autant, on doutera de l'opportunité d'une telle solution. Des conflits de code de gouvernance sont en effet inéluctables dès lors que la société étrangère cotée à Londres est également tenue de se rattacher à son code domestique, lequel s'inscrit dans le sillage d'un droit des sociétés national pouvant considérablement diverger du droit des sociétés anglais... Les codes de gouvernance reflètent bien entendu les droits des sociétés nationaux ; ils en complètent les dispositions, en précisent les modalités d'application, le tout sur un mode non-contraignant. Exiger d'une société qu'elle se positionne vis-à-vis d'un code énonçant des recommandations n'ayant aucune signification par rapport au droit des sociétés la régissant n'est pas très satisfaisant sur un plan intellectuel. On ne saurait mieux argumenter la chose que par l'exemple, et renvoyer au rapport annuel 2016 de la société *TUI AG*, allemande de son état et intégrée au FTSE 100, premier indice « actions » du *London Stock Exchange*<sup>82</sup> :

#### Corporate Governance

Due to the primary quotation of the TUI AG share on the London Stock Exchange and the constitution of the Company as a German stock corporation, the Supervisory Board naturally also regularly and comprehensively deals with German and British corporate governance. Apart from the mandatory observance of the rules of the German Stock Corporation Act (AktG), MitbestG, the Listing Rules and the Disclosure and Transparency Rules, TUI AG had announced in the framework of the merger that the Company was going to make every practicable effort to observe both the German Corporate Governance Code (DCGK) and – as far as practicable – the UK GCG.

For the DCGK – conceptually founded, inter alia, on the German Stock Corporation Act – we issued an unqualified declaration of compliance for 2016 pursuant to section 161 of the German Stock Corporation Act, together with the Executive Board. By contrast, there are some deviations from the UK CGC due for the most part to the different concepts underlying a one-tier management system for a public listed company in the UK (one-tier board) and the two-tier management system comprised of Executive Board and Supervisory Board in a stock corporation based on German law.

More detailed information on corporate governance, the declaration of compliance for 2016 pursuant to section 161 of the German Stock Corporation Act and the declaration on deviations from the UK CGC is provided in the Corporate Governance Report in the present Annual Report, prepared by the Executive Board and the Supervisory Board (page 117), as well as on TUI AG's website.

A partir de ladite p. 117, s'enchaînent six pages pédagogiques, concrétisant ainsi le volet « *explain* » de la déclaration de non-conformité, expliquant les différences entre les droits allemand et anglais des sociétés, lesquelles justifient l'inapplicabilité du *UK corporate governance code*. On avouera que le spécialiste ou le passionné du droit comparé des sociétés y trouve son compte, mais qu'il soit permis de douter qu'il puisse en être de même de l'investisseur sur le marché... Alors qu'une des vertus du *comply or explain* est de permettre à cet investisseur de peser les justifications apportées par la société sur les choix singuliers qu'elle opère en matière de gouvernance, qu'est-ce à dire lorsque la société explique qu'en réalité ses choix n'en sont pas ?

#### 2) L'effectivité de la soumission des recommandations au *comply or explain*

Grâce à l'effet comminatoire de la transparence évoqué plus haut, le *comply or explain* projette une force contraignante sur des recommandations qui à elles seules en sont dépourvues<sup>83</sup> ; c'est l'obligation de se justifier *erga omnes* de la non-application de recommandations, en présentant des explications convaincantes et des choix alternatifs, qui est porteuse de cette contrainte (douce). Mais pour que cette dernière puisse agir, encore faut-il que ce mécanisme de transparence soit effectif, c'est-à-dire qu'il porte sur des recommandations pouvant utilement se prêter à une déclaration de gouvernance. Or, la nature des recommandations et de leur contenu commande de les répartir en deux catégories : celles pouvant

<sup>82</sup> TUI Group, *Annual report 2015/2106*, p. 17.

<sup>83</sup> V. *supra*.

intrinsèquement être soumises à la règle du *comply or explain*, et celles ne le pouvant que très difficilement, voire pas du tout. Nombreuses en effet sont les recommandations dans les codes de gouvernance pour lesquelles l'occurrence d'une déclaration de non-conformité ne se conçoit pas. Lesdites recommandations s'imprègnent de notions subjectives tributaires de l'interprétation du déclarant ; des recommandations idiosyncrasiques, pouvant être volontiers qualifiées d'"éthico-subjectives". Ce type de recommandations s'appuie bien souvent sur des standards utilisés par le droit aux fins de contrôle et le cas échéant de sanction des décisions et des comportements au sein de la société ; on pensera par exemple à l'intérêt social, ou encore à la prudence et la diligence de l'administrateur<sup>84</sup>.

Il importerait donc que les codes isolent les recommandations ayant vocation à répondre aux fonctionnalités même du mécanisme de *comply or explain*. Cette démarche est adoptée par l'Allemagne (a) et le Royaume-Uni (b), mais pas par la France, ce qui est sans doute critiquable du point de vue de la logique propre à l'approche de type *comply or explain* (c).

#### a : Le cas allemand

En Allemagne, le code de gouvernance établit une différence entre les recommandations (*Empfehlungen*), et les suggestions (*Anregungen*). Ces règles se distinguent sur la base de l'emploi du verbe modal devoir (*sollen*) à deux modes exprimant une intensité de contrainte différente, à savoir l'indicatif « *soll* » pour les recommandations, et le conditionnel « *sollte* » pour les suggestions. Dans la version anglaise du code allemand, cette intensité variable se manifeste par l'emploi des auxiliaires modaux « *shall* » (recommandations) et « *should* » (suggestions). Seules les recommandations sont soumises au dispositif de *comply or explain*. Les passages du code allemand qui ne sont ni des recommandations, ni des suggestions, répondent dans l'esprit des rédacteurs du code à des préconisations légales ou à de simples explications de texte<sup>85</sup>. Au titre de cette troisième catégorie, on compte un certain nombre d'éléments correspondant aux principes éthico-subjectifs mentionnés plus haut, vis-à-vis desquels il n'est donc pas attendu que la société déclare sa position. A leur lecture, il apparaît clairement que leur interprétation relève de ceux-là même qui en sont comptables. Autrement dit, offrir à la société la possibilité de fournir une justification en cas de non-application de ces principes n'aurait que peu de sens, si ce n'est aucun sens. Voici un bon nombre d'exemples de principes de gouvernance éthico-subjectifs figurant dans le code allemand, dans sa dernière version anglaise de février 2017 mise à disposition par la *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*, et à l'égard desquels répétons-le aucune déclaration n'est requise :

---

<sup>84</sup> Cass. com., 30 mars 2010, n° 08-17.841 : « - commet une faute individuelle chacun des membres du conseil d'administration ou du directoire d'une société anonyme qui, par son action ou son abstention, participe à la prise d'une décision fautive de cet organe, sauf à démontrer qu'il s'est comporté en administrateur prudent et diligent, notamment en s'opposant à cette décision ».

<sup>85</sup> *German Corporate Governance Code*, spéc. p. 2 : « The remaining passages of the Code that do not use these words [i.e. shall or should] relate to descriptions of statutory requirements and explanations ».

Principes de gouvernance éthico-subjectifs ne devant faire l'objet d'aucune déclaration	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>3.1</b> The Management Board and Supervisory Board cooperate closely to the benefit of the company.</li> <li>- <b>3.4</b> The Management Board informs the Supervisory Board regularly, without delay and comprehensively about all issues that are relevant to the company regarding strategy, planning, business development, the risk situation, risk management and compliance. The Management Board addresses departures in the current business development from its existing projections and targets, indicating the reasons for any such departures.</li> <li>- <b>3.5</b> Good corporate governance requires an open dialogue between the Management Board and Supervisory Board as well as between the members of these individual Boards. Comprehensive observance of confidentiality is of paramount importance in this regard.</li> <li>- <b>3.7</b> In making their decisions, the Management Board and Supervisory Board are bound to observe the best interests of the shareholders and the company.</li> <li>- <b>3.8</b> The members of the Management Board and Supervisory Board comply with the rules of proper corporate management.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>4.1.1</b> The Management Board assumes full responsibility for managing the company in the best interests of the company, meaning that it considers the needs of the shareholders, the employees and other stakeholders, with the objective of sustainable value creation.</li> <li>- <b>4.1.4</b> The Management Board ensures appropriate risk management and risk control in the company.</li> <li>- <b>4.3.1</b> Members of the Management Board are bound to observe the best interests of the company.</li> <li>- <b>5.4.1</b> The composition of the Supervisory Board has to ensure that its members collectively have the knowledge, skills, and professional expertise required to properly perform all duties.</li> <li>- <b>5.4.5</b> Each Supervisory Board member must ensure that they have sufficient time available to discharge their duties. [...] The members of the Supervisory Board take responsibility for undertaking any training or professional development measures necessary to fulfil their duties.</li> <li>- <b>5.4.6</b> The members of the Supervisory Board receive remuneration that is appropriate to their tasks and the status of the corporation.</li> <li>- <b>5.5.1</b> Every member of the Supervisory Board is bound to observe the company's best interests.</li> </ul>

b : Le cas britannique

Au Royaume-Uni, les « principes essentiels » (« *Main principles* ») reprennent des recommandations de nature éthico-subjective non-soumises au *comply or explain*, mais par fort contraste avec la situation allemande, la société doit obligatoirement relater dans son rapport annuel la façon dont elle les met en œuvre. Cette obligation figure dans les *listing rules*<sup>86</sup>, règles de cotation éditées par le régulateur britannique qui s'imposent aux sociétés cotées à Londres, ce qui tend à constituer ces « principes essentiels » en normes contraignantes. Le choix opéré par le code britannique de ne pas soumettre ces principes au *comply or explain* se fonde sur le caractère inenvisageable d'une déclaration de non-conformité à leur égard : ils sont « au cœur de la gouvernance et la façon dont ils sont appliqués devrait être la question centrale pour un conseil<sup>87</sup> ». La plupart du temps d'ailleurs, un manquement à ces principes pourra constituer un élément matériel permettant d'argumenter l'irrespect du devoir fiduciaire des *directors*, source classique de responsabilité en droit commun des sociétés anglais<sup>88</sup>.

<sup>86</sup> *FCA Handbook*, Listing rules 9.8.6. (5) ; v. *supra*.

<sup>87</sup> *The UK Corporate Governance Code*, April 2016, spéc. p. 4 : « The principles are the core of the Code and the way in which they are applied should be the central question for a board as it determines how it is to operate according to the Code ».

<sup>88</sup> Le lien entre *corporate governance* et accomplissement des devoirs fiduciaires des *directors* au Royaume-Uni est fréquemment opéré, v. par ex. Scholastique (E.), *Le devoir de diligence des administrateurs de sociétés. Droits français et anglais*, LGDJ, 1998, spéc. n° 2, p. 2 : « Une bonne *corporate governance* (ou gouvernement des sociétés), constituerait aussi de l'excellent capitalisme. L'idée générale est qu'un meilleur fonctionnement du conseil d'administration, notamment par une définition plus précise de son rôle, favoriserait la prospérité et la rentabilité des sociétés. Cette réflexion concerne au premier chef le devoir de diligence des directeurs. Il s'agit, en effet, de déterminer d'abord ce que doivent les directeurs à la société, pour justifier ensuite leur responsabilité éventuelle ».

Comme en Allemagne, la société n'a donc pas à déclarer sa conformité, ni *a fortiori* sa non-conformité, à ce corps de principes éthico-subjectifs ; mais à la différence de la situation allemande, la société doit obligatoirement expliquer, sur un mode narratif, comment elle les met en œuvre. Voici des exemples de ces principes figurant dans le code britannique, dans sa dernière version d'avril 2016, au titre des « *Main Principles* » :

<b>Principes de gouvernance éthico-subjectifs devant faire l'objet d'une description narrative, et non d'une déclaration de conformité/non-conformité</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- As part of their role as members of a unitary board, non-executive directors should constructively challenge and help develop proposals on strategy.</li> <li>- All directors should be able to allocate sufficient time to the company to discharge their responsibilities effectively.</li> <li>- There should be a dialogue with shareholders based on the mutual understanding of objectives.</li> <li>- Every company should be headed by an effective board which is collectively responsible for the long-term success of the company.</li> <li>- The chairman is responsible for leadership of the board and ensuring its effectiveness on all aspects of its role.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- The board and its committees should have the appropriate balance of skills, experience, independence and knowledge of the company to enable them to discharge their respective duties and responsibilities effectively.</li> <li>- The board should be supplied in a timely manner with information in a form and of a quality appropriate to enable it to discharge its duties.</li> <li>- The board should present a fair, balanced and understandable assessment of the company's position and prospects.</li> </ul>

#### c : Le cas français

En France, aucune distinction n'est opérée entre les recommandations qui relèveraient du *comply or explain* et celles qui n'y seraient pas soumises. Le Code de commerce laisse le soin à un « code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises »<sup>89</sup> de concevoir les recommandations vis-à-vis desquelles les sociétés doivent se positionner. Tout repose donc sur ledit référentiel de gouvernance ; or le code AFEP-MEDEF n'établit aucune discrimination parmi les recommandations, les soumettant toutes au *comply or explain*. De manière très générale, il énonce que « les sociétés cotées qui se réfèrent au présent code de gouvernement d'entreprise font état de manière précise, dans leur rapport annuel, de l'application des présentes recommandations et fournissent une explication lorsqu'elles écartent, le cas échéant, l'une d'entre elles<sup>90</sup> ». Partant, il faut bien considérer que l'intégralité des dispositions prescriptives du code AFEP-MEDEF est assujettie au mécanisme de la déclaration de gouvernance, en ce compris les principes éthico-subjectifs qu'il contient et dont voici plusieurs exemples issus de sa dernière version de novembre 2016 :

<sup>89</sup> Art. L. 225-37-4, 8° et L. 225-68, al. 6 c. com.

<sup>90</sup> Art. 21.7 code AFEP-MEDEF.

Principes de gouvernance éthico-subjectifs devant faire l'objet d'une déclaration de conformité/non-conformité	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>1.3</b> L'organisation des travaux du conseil comme sa composition doivent être appropriées à la composition de l'actionnariat, à la dimension et à la nature de l'activité de chaque entreprise comme aux circonstances particulières qu'elle traverse.</li> <li>- <b>4.1</b> Chaque société doit avoir une politique très rigoureuse de communication avec le marché et les analystes.</li> <li>- <b>4.2</b> Le conseil veille à ce que les actionnaires et les investisseurs reçoivent une information pertinente, équilibrée et pédagogique sur la stratégie, le modèle de développement, la prise en compte des enjeux extra-financiers significatifs pour la société ainsi que sur ses perspectives à long terme.</li> <li>- <b>6.1</b> Il est attendu de tout administrateur qu'il agisse dans l'intérêt social et qu'il ait en outre les qualités essentielles suivantes : <ul style="list-style-type: none"> <li>- une qualité de jugement, en particulier des situations, des stratégies et des personnes, qui repose notamment sur son expérience ;</li> <li>- une capacité d'anticipation lui permettant d'identifier les risques et les enjeux stratégiques ;</li> <li>- être intègre, présent, actif et impliqué.</li> </ul> </li> <li>- <b>8.1</b> Les administrateurs d[oi]vent être avant tout intègres, compétents, actifs, présents et impliqués.</li> <li>- <b>10.2</b> La périodicité et la durée des séances du conseil d'administration sont telles qu'elles permettent un examen et une discussion approfondis des matières relevant de la compétence du conseil.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>11.3</b> Les administrateurs ont le devoir de demander l'information utile dont ils estiment avoir besoin pour accomplir leur mission.</li> <li>- <b>12.1</b> L'une des conditions majeures de la nomination d'un administrateur est sa compétence.</li> <li>- <b>19</b> L'administrateur est mandaté par l'ensemble des actionnaires et doit agir en toute circonstance dans l'intérêt social de l'entreprise.</li> <li>- <b>24.1.1</b> La rémunération de ces dirigeants doit être compétitive, adaptée à la stratégie et au contexte de l'entreprise et doit avoir notamment pour objectif de promouvoir sa performance et sa compétitivité sur le moyen et long terme. La rémunération doit permettre d'attirer, de retenir et de motiver des dirigeants performants.</li> <li>- <b>24.1.2</b> Chaque élément de la rémunération doit être clairement motivé et correspondre à l'intérêt social de l'entreprise.</li> <li>- <b>24.1.2</b> La rémunération du dirigeant mandataire social doit être déterminée en cohérence avec celle des autres dirigeants et des salariés de l'entreprise.</li> <li>- <b>24.1.2</b> La détermination des éléments de la rémunération doit réaliser un juste équilibre et prendre en compte à la fois l'intérêt social de l'entreprise, les pratiques du marché, les performances des dirigeants, et les autres parties prenantes de l'entreprise</li> </ul>

Il est à notre sens regrettable que le code français n'ait pas entendu retenir une méthode de discrimination des principes qu'il énonce, ce qui aurait été davantage en phase avec les ressorts profonds du *comply or explain*, lequel ne peut utilement porter que sur des recommandations dont l'occurrence de non-conformité atteint un degré raisonnable. Telles sont les recommandations structurelles, organiques, techniques, pour tout dire objectives. Des recommandations intégrant des valeurs subjectives ne peuvent en revanche faire l'objet d'une déclaration de non-conformité, sauf à attendre d'une société et des individus qui la dirigent et l'administrent une déclaration proche de l'irrationnel, concédant une gestion de la société guidée par des mauvais principes de gouvernance ! Un tel jugement personnel sur sa propre conduite ne peut être attendu de l'esprit humain, comme l'a enseigné la sagesse des modernes :

*« Il y a une autre sorte de gloire, qui est une trop bonne opinion, que nous concevons de notre valeur. C'est un' affection inconsidérée, dequoy nous nous cherissons, qui nous représente à nous mesmes, autres que nous ne sommes. Comme la passion amoureuse preste des beautés, et des graces, au subject qu'elle embrasse, et fait que ceux qui en sont espris, trouvent d'un jugement trouble et altéré, ce qu'ils ayment, autre et plus parfaict qu'il n'est. [...] Il me semble que la mere nourrice des plus fausses opinions, et publiques et particulieres, c'est la trop bonne opinion que l'homme a de soy<sup>91</sup> ».*

<sup>91</sup> Montaigne, *Les Essais*, II, XVII, coll. *La Pléiade*, Gallimard, 2007, p. 669 et s. Selon l'annotateur du texte de cette édition (p. 1640) : « Poursuivant l'entreprise de démolition des illusions héroïques, [ce passage] traite en effet d'une « autre sorte de gloire, qui est une trop bonne opinion de notre valeur », la vanité, ou encore la présomption, qui menace d'altérer la sincérité de tout discours personnel et de l'exposer au soupçon [...]. Si, comme le rappelait

Pour se convaincre de l'inanité du *comply or explain* appliqué à des recommandations éthico-subjectives, il suffirait de reprendre quelques-uns des principes sus-rapportés, et de faire montre d'une fertile et puissante imagination. Voilà la déclaration d'une société qui expliquerait pourquoi certains administrateurs n'agiraient pas dans l'intérêt social, ne présenteraient pas de « qualité de jugement », « d'anticipation », ne seraient pas « intègres », « présents », « actifs et impliqués » etc. Voilà une déclaration de non-conformité d'une société expliquant l'absence de « politique très rigoureuse de communication » avec les actionnaires, ou la délivrance d'informations souffrant d'un déficit de « pertinence, d'équilibre et de pédagogie ». Voilà cette déclaration de la société justifiant les raisons qui l'ont poussée à retenir des éléments de rémunération des dirigeants injustement déséquilibrés « entre l'intérêt social de l'entreprise, les pratiques du marché, les performances des dirigeants, et les autres parties prenantes de l'entreprise ». Aucune de ces déclarations ne se lira jamais, et de fait, nous n'en avons jamais rencontré parmi les quelque 600 déclarations françaises consultées<sup>92</sup>, pour cette simple raison que de tels principes éthico-subjectifs ne peuvent être appréhendés par l'alternative conforme / non-conforme. Les comportements, les choix et les décisions qui sous-tendent ces principes se prêtent à l'observation ou à la narration (approches allemande et anglaise), mais non à l'auto-jugement de conformité. Et pourtant, en France, ils sont bien formellement soumis au *comply or explain*... D'où cet exercice souhaitable de rationalisation du code AFEP-MEDEF, qui devrait clairement identifier parmi les principes prescriptifs contenus dans le code, les recommandations soumises au *comply or explain*, et celles ne devant l'être en raison de la vaine espérance que ce mécanisme puisse jouer à leur égard un rôle comminatoire porteur d'un effet de contrainte.

### 3) La sanction des déclarations de gouvernance

Le dispositif de *comply or explain* est un mécanisme d'ordre public, ce qui implique que les sociétés sont dans l'obligation de s'y soumettre, et de s'y livrer convenablement. La déclaration délivrée à cette occasion ne pourrait être le support d'une communication mensongère ou fallacieuse. Le *comply or explain* s'inscrit en effet pleinement dans la catégorie des informations dites « réglementées »<sup>93</sup>, soumises au contrôle des autorités judiciaire et administrative, lesquelles sont en mesure de mobiliser des dispositifs de sanction à l'encontre des déclarations fausses ou trompeuses. Une société se trouve donc limitée dans sa liberté de communication par des bornes apparaissant, d'un point de vue théorique, assez nettes : la société ne peut déclarer être conforme si elle ne l'est pas, ou plus exactement, conformément à la philosophie du *comply or explain* affectant d'une présomption de conformité les silences d'une société, s'abstenir de se déclarer non-conforme alors qu'elle ne l'est pas, tout comme elle ne pourrait fournir une explication inexacte en cas de non-conformité. Ces limites représentent un important facteur contextuel de contrainte dans la mise en œuvre des recommandations de gouvernance figurant dans les codes. Mieux, elles procurent aux recommandations de gouvernance un caractère d'obligatorité assorti d'une sanction juridique : ne pas mettre en œuvre la recommandation à l'égard de laquelle la société déclare pourtant être conforme est sanctionné juridiquement, ce qui signifie bien que la recommandation devient obligatoire par l'effet d'une conformité déclarée.

Les choses ne sont toutefois jamais aussi simples en matière de déclaration de gouvernance, dans la mesure où les régimes de sanction des informations sociétaires fausses ou trompeuses ont d'abord et avant tout été conçus pour des informations dont les conséquences préjudiciables pour leurs destinataires ne prêtent pas à discussion. Or, c'est bien l'effet même des informations relatives à la gouvernance qui pose

---

le chapitre précédent, « De la gloire », il n'est pas de véritable connaissance qui puisse être établie de l'extérieur, un examen critique conduit pareillement à restreindre la portée d'un jugement plus intime, qui demeure une opinion, soumise aux lois de la « cérémonie » [i.e. « vaine politesse »] et aux conventions ».

<sup>92</sup> Ce qui explique le choix de nos variables dépendantes dans notre démarche économétrique, lesquelles ne portent que sur des items de gouvernance qu'on peut qualifier d'objectifs, pour lesquels il était envisageable d'observer des cas de non-conformité déclarée ; sur cette question, v. *infra*.

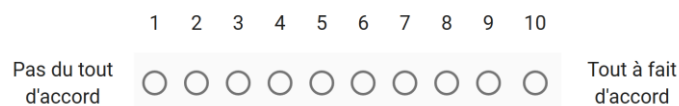
<sup>93</sup> V. art. 222-9 RGAMF, par renvoi de l'art. 221-1, 1<sup>o</sup>, d) RGAMF.

problème : on ne sait dans quelle mesure elles impactent les cours, dans quelle mesure les investisseurs en tiennent compte pour opérer leurs choix d'investissement. Les études empiriques menées sur la question n'amènent pas à des résultats homogènes<sup>94</sup>, tandis que les avis sont partagés parmi les personnes ayant répondu à notre questionnaire en ligne, dans lequel figuraient au moins trois questions directement en lien avec ce sujet :

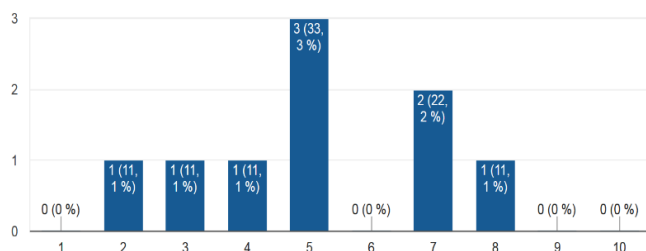
---

<sup>94</sup> V. les développements consacrés à cette question dans le second temps de cette présente partie du rapport.

7) La déclaration annuelle de conformité en matière de gouvernance d'entreprise est une information très attendue par les investisseurs sur les marchés financiers



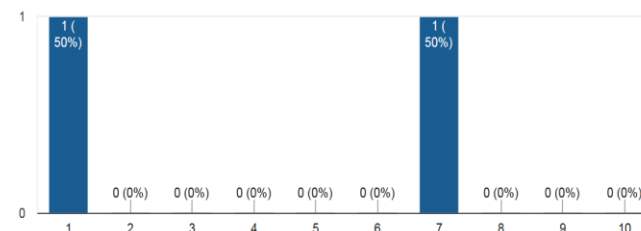
9 réponses



7) The annual statement on corporate governance is eagerly-awaited by investors on financial markets



2 responses

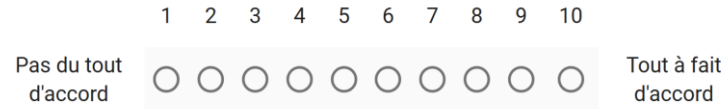


	Catégories de répondants		
	Cat. 1 : un émetteur d'informations relatives à la gouvernance d'entreprise, ou son prestataire / conseil en communication et/ou gouvernance	Cat. 2 : un détenteur / gestionnaire de capital ou son prestataire / mandataire, destinataire d'informations relatives à la gouvernance	Cat. 3 : un tiers intéressé / concerné par les informations relatives à la gouvernance
Réponses			
1			X (Un universitaire, chercheur, membre d'une communauté académique, scientifique...)
2			X (Un universitaire, chercheur, membre d'une communauté académique, scientifique...)
3	X (Un dirigeant exécutif de société)		
4			X (Etudiant)
5	X (Un dirigeant exécutif de société)		X (Un universitaire, chercheur, membre d'une communauté académique, scientifique...) X (Retraité expert-comptable)
7	X (Un prestataire de conseils en gouvernance ou en communication)		X X (Un universitaire, chercheur, membre d'une communauté académique, scientifique...)
8		X (Un prestataire en conseil et/ou exercice de droits de vote)	

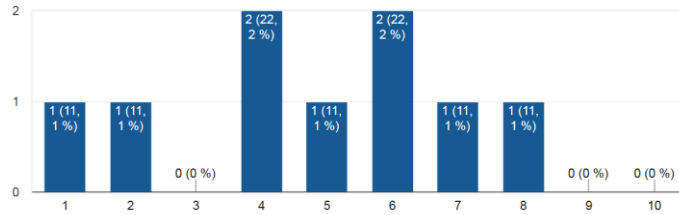
Une croix matérialise une réponse



19) Le "Comply or Explain" est un outil d'information utile à l'investisseur pour arbitrer ses positions sur le marché financier



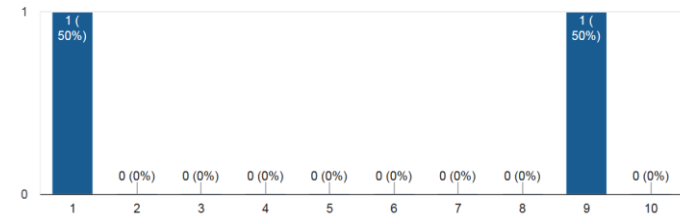
9 réponses



19) The "Comply or Explain" mechanism provides helpful information for the investors' decision-making on the financial market.



2 responses



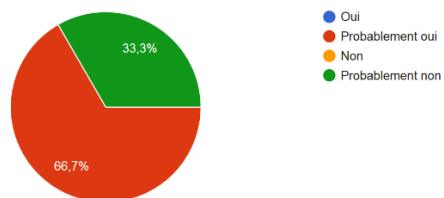
	Catégories de répondants		
	Cat. 1 : un émetteur d'informations relatives à la gouvernance d'entreprise, ou son prestataire / conseil en communication et/ou gouvernance	Cat. 2 : un détenteur / gestionnaire de capital ou son prestataire / mandataire, destinataire d'informations relatives à la gouvernance	Cat. 3 : un tiers intéressé / concerné par les informations relatives à la gouvernance
Réponses			
1			X X (Un universitaire, chercheur, membre d'une communauté académique, scientifique...)
2			X (Etudiant)
4	X (Un dirigeant exécutif de société)		X (Un universitaire, chercheur, membre d'une communauté académique, scientifique...)
5			X (Un universitaire, chercheur, membre d'une communauté académique, scientifique...)
6		X (Un prestataire en conseil et/ou exercice de droits de vote)	X (Retraité expert-comptable)
7	X (Un prestataire de conseils en gouvernance ou en communication)		
8	X (Un dirigeant exécutif de société)		
9			X (Un universitaire, chercheur, membre d'une communauté académique, scientifique...)

Une croix matérialise une réponse

20) Les déclarations de conformité ou de non-conformité sont-elles susceptibles d'influencer les décisions d'investissement prises par les investisseurs sur les marchés financiers ?

- Oui
- Probablement oui
- Non
- Probablement non

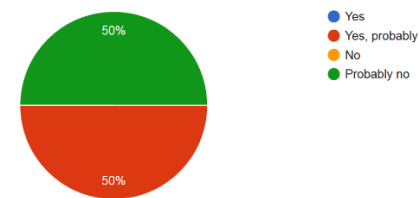
9 réponses



20) Would compliance or non-compliance statements influence investment decisions taken by investors in financial markets?

- Yes
- Yes, probably
- No
- Probably no

2 responses



	Catégories de répondants		
	Cat. 1 : un émetteur d'informations relatives à la gouvernance d'entreprise, ou son prestataire / conseil en communication et/ou gouvernance	Cat. 2 : un détenteur / gestionnaire de capital ou son prestataire / mandataire, destinataire d'informations relatives à la gouvernance	Cat. 3 : un tiers intéressé / concerné par les informations relatives à la gouvernance
<b>Réponses</b>			
Probablement oui	X (Un dirigeant exécutif de société) X (Un dirigeant exécutif de société) X (Un prestataire de conseils en gouvernance ou en communication)	X (Un prestataire en conseil et/ou exercice de droits de vote)	X X (Un universitaire, chercheur, membre d'une communauté académique, scientifique...) X (Retraité expert-comptable)
Probablement non			X X X (Un universitaire, chercheur, membre d'une communauté académique, scientifique...) X (Etudiant)

Une croix matérialise une réponse

Même si le faible nombre de répondants commande d'interpréter avec prudence ces opinions exprimées, on peut *a minima* observer qu'aucun consensus ne règne quant à l'effet des déclarations de gouvernance sur les choix des investisseurs. Un résultat intéressant émane des réponses fournies à la troisième question portant sur l'influence des déclarations de gouvernance sur les décisions d'investissement : tous les répondants, quel que soit leur profil, ont opté pour une réponse intégrant l'adverbe probablement, exprimant ainsi une prudence généralisée quant aux effets des déclarations de gouvernance sur les décisions des investisseurs.

Si l'on souhaitait sanctionner de manière effective les informations relatives à la gouvernance, et en particulier celles communiquées via le mécanisme du *comply or explain*, il importerait donc que les régimes de sanction de la fausse information livrée au marché ne soient pas soumis à un critère d'impact réel ou supposé sur les investisseurs et les marchés. L'évolution observable de ces régimes, qu'ils soient pénal (a), administratif (b) ou civil (c), ne répond que partiellement à cette condition. Par conséquent, il demeure aujourd'hui encore difficile d'entrevoir une sanction potentielle des fausses déclarations de gouvernance.

#### a : La sanction des déclarations de gouvernance en droit pénal

A ses origines, le délit d'information fausse ou trompeuse érigeait l'impact de l'information sur les cours de bourse au rang d'élément intentionnel de l'infraction : ainsi, dans sa première version, le texte pénal évoquait le fait de répandre « des informations fausses ou trompeuses sur la marche technique, commerciale ou financière d'une société, afin d'agir<sup>95</sup> sur le cours des titres de celle-ci<sup>96</sup> ». D'élément intentionnel, l'impact sur les cours évolua vers un élément matériel, le texte évoquant « des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, d'un produit financier coté ou d'un contrat à terme négociable, de nature à agir<sup>97</sup> sur les cours<sup>98</sup> ». Une telle exigence d'un impact potentiel de l'information sur les cours était traditionnellement perçue comme très discriminante quant au type de fausses informations susceptibles de correspondre à cette incrimination ; les auteurs évoquaient ainsi des informations « sensibles<sup>99</sup> », « susceptibles d'avoir une incidence potentielle évidente sur l'évolution des cours<sup>100</sup> ». Cette condition d'un impact potentiel de l'information litigieuse sur le cours devait figurer à l'art. L. 465-2, al 2 c. mon. fin. jusqu'à une réforme récente de 2016<sup>101</sup>, intervenue dans le contexte de l'entrée en vigueur du nouveau règlement abus de marché (MAR)<sup>102</sup>, laquelle crée un nouvel article L. 465-3-2, I c. mon. fin. rédigé comme suit : « Est puni [de cinq ans d'emprisonnement et de 100 millions d'euros d'amende, ce montant pouvant être porté jusqu'au décuple du montant de l'avantage retiré du délit, sans que l'amende puisse être inférieure à cet avantage] le fait, par toute personne, de diffuser, par tout moyen, des informations qui donnent des indications fausses ou trompeuses sur la situation ou les perspectives d'un émetteur ou sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou qui fixent ou sont susceptibles de fixer le cours d'un instrument financier à un niveau anormal ou artificiel ». De manière spectaculaire, le critère d'impact potentiel sur les cours ne constitue plus qu'un élément matériel alternatif de l'infraction. En théorie, l'incrimination s'étend donc aujourd'hui aux informations dont un tel impact est sujet à caution, telles des déclarations de gouvernance qui donneraient des « indications trompeuses sur la situation d'un émetteur ». Gardien de l'opportunité des poursuites, il reviendrait toutefois au parquet de juger du déclenchement de

---

<sup>95</sup> Souligné par nos soins.

<sup>96</sup> Art. 10-1 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, telle qu'introduit par la loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970.

<sup>97</sup> Souligné par nos soins.

<sup>98</sup> Art. précit., tel que modifié par loi n° 88-70 du 22 janvier 1988.

<sup>99</sup> V. par ex. Bonneau (T.), Drummond (F.), *Droit des marchés financiers*, 2<sup>ème</sup> éd., Paris, *Economica*, 2005, spéc. n° 509, p. 467.

<sup>100</sup> Dolidon (G.), *Les manipulations de marché*, Paris, *Revue Banque éd.*, 2003, spéc. p. 57.

<sup>101</sup> Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché.

<sup>102</sup> Règlement n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil, du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

l'action publique pour ce genre d'information, ce qui tout de même peut sembler improbable, dans la mesure où l'on peinera à identifier clairement une victime de cette déclaration de gouvernance... De fait, à notre connaissance, cette qualification pénale ne fut jusqu'à présent appliquée que dans des hypothèses d'informations comptables, économiques ou financières, et l'on perçoit mal comment la situation pourrait évoluer différemment à l'avenir malgré les récentes largesses rédactionnelles du texte.

#### b : La sanction des déclarations de gouvernance en droit de la régulation

Le droit de la régulation n'a jamais subordonné le contrôle et la sanction de la fausse information donnée au marché à un quelconque impact observable sur les cours, voire même à un impact seulement potentiel lié à la nature de l'information en cause. Préalablement à la modification de l'art. L. 621-15 c. mon. fin. consécutive à l'entrée en vigueur du nouveau règlement abus de marché (MAR)<sup>103</sup>, la commission des sanctions de l'AMF pouvait ainsi prononcer une sanction à l'encontre de « toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié, à une manipulation de cours, à la diffusion d'une fausse information [...] dès lors que ces actes concern[ai]ent un instrument financier [...] admis aux négociations sur un marché réglementé [...], dans les conditions déterminées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers<sup>104</sup> ». L'article 632-1, al. 1<sup>er</sup> du règlement général de l'AMF prévoyait quant à lui : « Toute personne doit s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers ou sur des produits de base, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses ». Ces textes s'articulaient très clairement autour des instruments financiers, qui devaient faire l'objet de la fausse ou fallacieuse information. Une interprétation stricte pouvait donc exclure les déclarations de gouvernance du champ de ces textes, dès lors que leur caractère trompeur ou faux porte sur l'organisation de la société, et non sur les instruments financiers cotés que sont ses actions... Toutefois, qu'est-ce que fournir une fausse information ou une information trompeuse sur un instrument financier, si ce n'est fournir une information sur la situation de son émetteur, sur ses activités, ses perspectives... ? Nous avons en ce sens soutenu la possibilité d'intégrer les déclarations de gouvernance dans le champ du manquement de diffusion de fausses informations<sup>105</sup>. De fait, l'AMF, à notre connaissance, n'a jamais emprunté cette voie, lui préférant la pratique du *name and shame* dans son rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise, laquelle consiste à stigmatiser les sociétés délivrant des informations de gouvernance inexactes... Cette inexactitude ne correspond pas tant à une qualité d'explication estimée insatisfaisante par le régulateur, qu'à une non-conformité non-déclarée<sup>106</sup>. La stigmatisation des émetteurs est une sanction douce, fondée sur la réputation, en accord avec les ressorts profonds du *comply or explain* ; mais une sanction dure, fondée sur l'art. L. 621-15 c. mon. fin., devait également être possible juridiquement, sans que la nature des informations de gouvernance ne puisse être un

---

<sup>103</sup> *Ibid.*

<sup>104</sup> Art. L. 621-15, II, c) c. mon. fin., dans sa version en vigueur avant le 3 juillet 2016.

<sup>105</sup> Duhamel (J.-C.), *Le pouvoir du capital dans la société anonyme : essai sur la société anonyme en tant que technique d'organisation du pouvoir juridique et structure de concentration du pouvoir économique*, thèse Lille 2, 2011, n° 393, p. 348. et s.

<sup>106</sup> Tous les ans, l'AMF relève ce genre de déclarations inexactes ; ainsi, au titre de son *Rapport 2016 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, en date de novembre 2016 : « Quatre sociétés ne respectent pas la proportion des deux tiers d'administrateurs indépendants au comité d'audit. Parmi celles-ci, 3 sociétés écartent explicitement la recommandation du code AFEP-MEDEF et fournissent une explication recevable au titre du principe "appliquer ou expliquer". Une dernière société, NEXITY, n'écarte pas explicitement la recommandation 16.1 du code AFEP-MEDEF et n'apporte aucune justification à cet égard » (p. 32) ; « Au sein de l'échantillon, la société INNATE PHARMA est la seule à ne pas avoir respecté cette recommandation, en ce qu'elle n'a pas fourni d'explications selon le principe "appliquer ou expliquer" permettant de se justifier » (p. 46).

obstacle à l'action du régulateur. Pourtant, lors de notre entretien avec l'AMF menée dans le cadre du projet, ce critère de la nature des informations en cause, à savoir leur incertaine capacité à produire un impact sur le cours, a été mis en avant pour justifier la faible opportunité, aux yeux du régulateur, d'entrer en phase d'enquête et de sanction sur une déclaration de gouvernance contestable :

**Extrait de l'entretien avec l'AMF, lundi 27 mars 2017<sup>107</sup> :**

**(J.-C. D.) :** Par rapport au contrôle de l'AMF, peut-on imaginer des poursuites et sanctions éventuelles pour diffusion d'informations fausses ou trompeuses relatives à la gouvernance, voire pour diffusion de fausses déclarations de conformité [sauf poursuites pénales valablement engagées et dorénavant non cumulables avec l'intervention de l'AMF depuis la loi du 21 juin 2016]. Il me semble qu'à ce jour aucune poursuite ou sanction n'ait été mise en œuvre par l'AMF s'agissant de l'information portant spécifiquement sur la gouvernance.

**(F.-R. B.) :** Des sanctions, effectivement, je ne pense pas qu'il y en ait eu, mais nous avons déjà fait des contrôles sur ce terrain.

**(J.-C. D.) :** Sur des informations précisément de type gouvernance ?

**(F.-R. B.) :** Oui, des informations qui abordaient la dimension gouvernance, entre autres questions.

**(J.-C. D.) :** Mais cela ne portait pas spécifiquement sur le *comply or explain*, et la fausseté d'un positionnement par rapport à un code de gouvernance.

**(F.-R. B.) :** Non.

**(J.-C. D.) :** Parce qu'effectivement, dans votre rapport 2016 par exemple, vous stigmatisez des incohérences : alors que les descriptions narratives de la gouvernance manifestent une non-conformité au code, cette non-conformité n'est pas rapportée à l'occasion de la déclaration de gouvernance. D'un point de vue juridique, cela aboutit à rapporter faussement une conformité au code alors qu'en réalité, la société est non-conforme. Juridiquement, c'est une fausse information ! Pourrait-on imaginer un jour le régulateur poursuivre cette fausse information ?

**(F.-R. B.) :** Théoriquement, on peut tout à fait l'imaginer...

**(J.-C. D.) :** Mais alors pourquoi a-t-on l'impression que l'AMF ne poursuit pas ce type de fausse information ?

**(F.-R. B.) :** Parce que la fausse information repose sur des critères qui font que l'exigence d'un impact de cette information sur le marché soit caractérisable. La fausse information répond à un contexte juridique européen, celui de l'abus de marché et il faut un impact de l'information sur le cours.

**(J.-C. D.) :** Alors précisément, je rebondis sur ce point. Il y avait une distinction à mon sens notable entre le manquement et le délit pendant des années, i.e. que le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses était subordonné effectivement à la délivrance d'informations susceptibles d'avoir un impact sur les cours, et il y avait une appréciation qualitative de la part du juge pénal sur la nature de l'information. L'AMF, quant à elle, justement, n'a jamais été limitée quant à la nature de l'information ; le texte du règlement général autorisait à poursuivre toute information fausse, peu important sa nature ou l'impact éventuel qu'elle était susceptible d'occasionner sur le cours...

**(F.-R. B.) :** C'est très proche maintenant depuis 2016 : les distinctions entre délit et manquement, qui n'étaient déjà pas très importantes, se sont encore davantage atténuées aujourd'hui.

**(J.-C. D.) :** C'est très clair ! Et cela va même dans le sens d'un alignement sur le manquement : l'incrimination du code monétaire et financier ne requiert plus une information "de nature à agir sur les cours". Mais pendant des années, les qualifications étaient différentes. On ne demandait pas à l'AMF de caractériser une nature de l'information pour entrer en voie de poursuite. A partir du moment où l'émetteur livrait une fausse information, peu important le type d'information, en théorie l'AMF pouvait agir. Pourtant, elle s'est très largement abstenue d'agir dans le champ des informations relatives à la gouvernance, et *a fortiori* en matière de *comply or explain*. Comment expliquez-vous cette situation ? On croit comprendre que vous estimez qu'il s'agit en réalité d'une information pas trop importante, dans la mesure où elle n'impacterait pas sur les cours, et c'est pour cette raison que vous ne rentriez pas en phase de poursuites...

<sup>107</sup> V. en annexe 3 pour l'entretien intégral.

**(F.-R. B.)** : C'est clairement une question de proportionnalité. On ne va pas engager un ou deux ans d'enquête avec une phase de sanction pour une incohérence dans un point du document de référence sur un sujet qui de toute façon n'aura pas d'impact sur le cours. Il faut vraiment que cela soit une infraction assez nette.

**(J.-C. D.)** : Même si cela concerne par exemple des informations relatives à la rémunération des dirigeants sur lesquelles l'opinion publique et les pouvoirs politiques peuvent souvent être très crispés. Presque chaque année, au moment des assemblées générales, il y a en la matière ce qu'on qualifie de "scandale", et les réactions sont assez vives de toute part...

**(F.-R. B.)** : Oui, et du reste, s'il y a des scandales, c'est bien parce que les sociétés sont transparentes sur le sujet !

**(J.-C. D.)** : Vous estimez donc en tout cas qu'en termes d'opportunité, il y aurait en la matière trop d'énergies à dépenser, de moyens à mobiliser pour des informations dont l'importance sur les marchés n'est pas prioritaire.

**(F.-R. B.)** : Ce n'est pas une question de ressources ou de moyens mais d'impact sur le cours de bourse. Etrangement si les sujets de gouvernance sont de plus en plus prégnants pour les investisseurs, leur impact sur le cours de bourse reste difficile à démontrer. Mais il n'y a pas d'approche systématique du sujet bien entendu. Encore une fois, on peut imaginer des poursuites sur ce terrain mais il semble que, tout de même, pour ce que j'en connais, existe une exigence de proportionnalité avec l'importance de l'information.

Et puis, il y a un autre sujet : plus on entre dans cette logique de sanction, plus on cautionne sur le long terme le « *box-ticking* ». Si on se départit d'une approche un peu plus qualitative telle qu'on essaie de la développer dans le rapport annuel, avec ce qui nous semble être finalement la méthode la plus efficace, c'est-à-dire le « *name and shame* », si on entre dans un exercice vraiment plus abrupt et binaire de sanction, on va avoir des déclarations de 120 pages, avec une cohérence formelle qui va prédominer. Plus on est dans le *box-ticking*, plus on est dans la déresponsabilisation. Si c'est pour au final n'aboutir à aucune endogénéisation par l'émetteur de l'information dont il est responsable, on ne peut pas dire que cela sera un franc succès.

Avec l'entrée en vigueur, en juillet 2016, de la nouvelle réglementation communautaire relative aux abus de marché, les prérogatives de contrôle et de sanction des informations attribuées au régulateur se sont largement repliées sur le régime de la manipulation de marché, introduisant ainsi nettement un lien entre l'information sanctionnable et son impact effectif ou potentiel sur la valeur des titres. Un phénomène semblable à celui des vases communicant fut à l'œuvre : le droit pénal français abandonnait ce critère alors qu'il gagnait en importance en droit de la régulation via l'uniformisation communautaire opérée par la voie du règlement sur les abus de marché. Aujourd'hui donc, l'article L. 621-15 c. mon. fin., dans sa version applicable depuis le 3 juillet 2016, n'offre plus la possibilité pour le régulateur de sanctionner de manière autonome la diffusion d'informations fausses, excepté lors d'une offre au public d'instruments financiers<sup>108</sup> ; les déclarations de gouvernance ne peuvent plus par conséquent être concernées par cette compétence du régulateur car elles relèvent de l'information périodique annuelle<sup>109</sup>. Ce n'est que parce qu'elle réaliserait une manipulation de marché que le régulateur pourrait dorénavant poursuivre et sanctionner la diffusion d'une fausse information<sup>110</sup>.

<sup>108</sup> Art. L. 621-15, II, e), c. mon. fin.

<sup>109</sup> Art. 222-3, II RGAMF.

<sup>110</sup> Selon les termes de l'art. L. 621-15, II, c), 1° c. mon. fin. : « La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre [...] de toute personne qui [...] s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié ou à une manipulation de marché, au sens des articles 8 ou 12 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché ». L'article 12 dudit règlement fournit la définition de la manipulation de marché, laquelle s'entend notamment du fait de « diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias, dont l'internet, ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier, d'un contrat au comptant sur matières premières qui lui est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission, ou fixent ou sont susceptibles de fixer à un niveau

Toute sanction d'une déclaration de gouvernance inexacte par le régulateur ne pourrait donc se concevoir que si l'on acceptait de considérer qu'elle puisse effectivement réaliser une telle manipulation du marché des titres de la société déclarante... D'où un retour à la sempiternelle question : les déclarations de gouvernance ont-elles un impact ou une influence sur les cours ?

#### c : L'indemnisation en droit civil de la victime de déclarations de gouvernance

Le droit civil ne fut pas davantage épargné par ces interrogations relatives à l'impact de la fausse information sur les investisseurs. Ici, la problématique n'est pas punitive, mais indemnitaire. L'investisseur trompé par une fausse déclaration de gouvernance pourrait-il prétendre à l'indemnisation d'un préjudice ? La question étant déjà redoutable du point de vue des informations comptables, économiques ou financières, pour lesquelles existe une forte présomption d'influence sur l'investisseur lors de ses arbitrages, on imagine à quel point elle devient ésotérique lorsqu'elle met en jeu des informations relatives à la gouvernance. Pour bien comprendre la difficulté de la matière, il convient de retracer rapidement l'évolution du régime d'indemnisation de l'investisseur confronté à de fausses informations. Face aux difficultés d'évaluer avec certitude le préjudice de l'investisseur revendiquant avoir été trompé par de fausses informations ayant déterminé son choix d'investissement ou de désinvestissement, la Cour de cassation a progressivement hissé le concept de perte de chance au rang de fondement de son indemnisation, le préjudice résidant précisément dans une perte de chance d'avoir pu opérer une meilleure décision. L'arrêt *EPF Partners* du 9 mars 2010, par un attendu de principe, a opéré une synthèse importante de cette évolution jurisprudentielle : « Attendu que celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses sur la situation de la société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé<sup>111</sup> ». Le préjudice résidant dans une perte de chance, il ne saurait être indemnisé autrement que forfaitairement, sur la base d'une projection opérée par le juge quant à la meilleure fortune dont aurait pu bénéficier l'investisseur à raison d'un investissement plus judicieux. Cette indemnisation forfaitaire est le fruit, disons-le, d'une évaluation divinatoire de la part du juge, ce qui est en soi critiquable<sup>112</sup>. Mais l'essentiel, pour ce qui concerne les présents propos, est bien d'observer le souci qu'a eu la Cour de cassation, dans cette décision, de réparer le préjudice d'un investisseur trompé, c'est-à-dire qui a effectivement tenu compte de la fausse information pour opérer ses choix d'investissement ; la formule « au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses » est dénuée d'équivoque. Une fois de plus donc, se posait la très irritante question de l'effet des informations relatives à la gouvernance en général, et de l'effet des déclarations de conformité ou de non-conformité à un code en particulier, sur l'arbitrage financier de l'investisseur. A ce titre, les derniers états de la position de la Cour de cassation marquent un changement sensible. Dans un arrêt du 6 mai 2014, la Haute juridiction était en effet directement questionnée sur la nécessité pour un investisseur

---

anormal ou artificiel le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers, d'un contrat au comptant sur matières premières qui leur est lié ou d'un produit mis aux enchères sur la base des quotas d'émission, y compris le fait de répandre des rumeurs, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que ces informations étaient fausses ou trompeuses ».

<sup>111</sup> Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, Rontchevsky (N.), « L'indemnisation du préjudice des actionnaires trompés par de fausses informations », *Bull. Joly Bourse* 2010, n° 4, pp. 316-323 ; Le Nabasque (H.), *Rev. sociétés* 2010, n° 4, pp. 230-238. Notons qu'outre le fait d'acquérir ou de conserver sur la base de fausses informations, la décision de vendre avait également été jugée indemnisable par Cour d'appel de Paris dans son arrêt *Flammarion* du 26 septembre 2003 : CA Paris, 26 septembre 2003, *JCP éd. E* 2004, n° 19, pp. 769-773, note G. de Vries ; *RTD com.* 2004, n° 2, pp. 316-319, note Cl. Champaud et D. Danet.

<sup>112</sup> Pour une telle critique, v. le rapport *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, Le Club des Juristes, novembre 2014 ; *adde*, Klein (J.), « L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées. Pour une meilleure appréhension du préjudice subi par les victimes », *JCP* 2015, n° 15, pp. 738-744.

d'établir qu'il a pris en compte l'information litigieuse dans sa décision d'investir<sup>113</sup>. La société dont émanaient les fausses informations, en l'occurrence de nature financière, avançait cet habile argument : « - en l'absence de présomption de lien de causalité, la diffusion d'informations trompeuses ne peut justifier la condamnation de la société émettrice que s'il est démontré que l'investisseur s'est effectivement référé aux informations diffusées pour décider de vendre, de conserver ou d'acheter des titres de la société concernée ». Les juges de cassation décident de rejeter ce raisonnement, tout en apportant des précisions décisives sur les qualités intrinsèques que doit présenter la fausse information pour pouvoir être indemnisable :

*« Mais attendu qu'ayant relevé que la société avait diffusé entre avril 2002 et décembre 2004 des communiqués mensongers de nature à gonfler artificiellement le cours de bourse et à inciter les actionnaires à acheter des titres à un cours supérieur à sa valeur réelle, ou à les conserver, et retenu que la société Esca avait été, de manière certaine, privée de la possibilité de prendre des décisions d'investissements en connaissance de cause et de procéder à des arbitrages éclairés, en particulier en renonçant aux placements déjà réalisés, la cour d'appel, qui n'avait pas à procéder à la recherche et pas davantage à répondre aux conclusions inopérantes invoquées par le moyen, a caractérisé le lien de causalité entre les fautes commises par la société et le préjudice, s'analysant en une perte de chance, subi par la société Esca ».*

Selon la Cour de cassation, la causalité entre la fausse information et le préjudice, à savoir la perte de chance, est établie dès lors que lesdites informations sont « de nature à gonfler artificiellement le cours de bourse et à inciter les actionnaires à acheter des titres à un cours supérieur à sa valeur réelle ». Dans une telle hypothèse, il importe peu de s'interroger sur la prise en compte effective par l'investisseur de la fausse information, cette recherche étant qualifiée d'« inopérante » par les juges. Une conclusion fondamentale est à tirer de cette jurisprudence : le droit français n'indemniserait plus les investisseurs trompés par une fausse information, mais les investisseurs dont la confiance dans la valeur du titre, autant dire dans l'intégrité du marché, a été déçue. Ce repositionnement implique inéluctablement de trier parmi les informations fausses ou trompeuses, celles dont la nature est effectivement propice à attenter à l'intégrité du marché : si une information n'était pas de nature à impacter les cours de bourse, alors on comprendrait mal dans quelle mesure elle pourrait être à l'origine d'une trahison de la confiance placée par l'investisseur dans l'intégrité de ce marché... Une nouvelle fois, l'effet des informations de gouvernance est au cœur de la question : il ne s'agit plus de savoir si le demandeur à l'instance en a effectivement tenu compte, lors de son arbitrage financier, mais si elles ont eu un impact global sur le marché, c'est-à-dire sur la valeur des titres financiers. En admettant que cet impact soit des plus incertains, il faudrait alors en conclure au caractère non-indemnisable de ce type d'information.

A notre sens, cette décision du 6 mai 2014 amène aujourd'hui le droit français au même état que le droit américain<sup>114</sup>. Conformément à la « *fraud on the market theory*<sup>115</sup> », l'investisseur sur un marché financier américain efficient peut légitimement faire confiance au prix des valeurs cotées (*presumption of reliance*), et donc être indemnisé d'une information fautive qui viendrait trahir cette confiance ; toutefois, l'émetteur de ladite information peut s'exonérer de sa responsabilité en administrant la preuve qu'elle n'a eu aucun impact sur le cours, ou que le demandeur savait que le prix du marché était vicié en ce qu'il reflétait une fausse information. De même, pour limiter les abus de procédure

---

<sup>113</sup> Cass. com., 6 mai 2014, n° 13-17632, *Bull. Joly Sociétés* 2014, n° 7, p. 449-452, note S. Torck ; *Bull. Joly Bourse* 2014, n° 7, pp. 340-342, note A. Gaudemet ; *Dr. Sociétés* 2014, n° 8-9, pp. 30-32, comm. M. Roussille.

<sup>114</sup> Pour une présentation détaillée des évolutions du droit américain en la matière, nous renvoyons à nos travaux : Duhamel (J.-C.), *Le pouvoir du capital dans la société anonyme : essai sur la société anonyme en tant que technique d'organisation du pouvoir juridique et structure de concentration du pouvoir économique*, thèse Lille 2, 2011, n° 381 et s., p. 339 et s.

<sup>115</sup> Telle que consacrée par l'arrêt *Basic, Inc. v. Levinson*, U.S. Supreme Court, 7 mars 1988 (No. 86-279, 485 US 224).



(*frivolous litigations ; vexatious litigations*), le Congrès américain a posé en 1995<sup>116</sup> des limites aux actions en indemnisation liées à des fausses informations boursières, dont celle tenant aux informations qui apparaîtraient rétrospectivement anodines, sans importance (*immaterial forward-looking statement*)<sup>117</sup>. Sur la base de cette exception, les juges américains ont été amenés à façonner progressivement le standard de l'information insignifiante, dépourvue d'intérêt au regard de l'intégrité du marché, et donc non indemnisable ; à titre d'illustration, une cour d'appel fédérale a ainsi pu décider (traduit pas nos soins) :

*« - toute expression de l'optimisme sociétaire qui ne se réalise pas, même constitutive d'une fausse déclaration, ne donne pas lieu à un vrai sujet important au sens des lois relatives aux titres financiers. En particulier, les juridictions ont témoigné d'une volonté de caractériser la question juridique de l'insignifiante de certaines sortes d'affirmations angéliques (rosy affirmation) communément entendues de la part des dirigeants de sociétés et totalement banales (numbingly familiar) pour les places financières – des déclarations optimistes approximatives qui sont si vagues, manquant tellement de spécificité, ou constituant à ce point l'opinion de leur seul auteur, qu'aucun investisseur raisonnable ne pourrait leur accorder de l'importance parmi toutes les informations disponibles<sup>118</sup> ».*

Cet exemple du droit américain est tout à fait digne d'intérêt, car il montre que l'indemnisation de l'investisseur peut être tributaire de la qualité intrinsèque des informations litigieuses, fussent-elles fausses, fallacieuses, trompeuses ; c'est aussi une façon d'admettre, sous un angle juridique, que l'investisseur n'est pas toujours légitime à se fier à des informations qui ne présenteraient pas, par nature, une pertinence suffisante. Ce chemin de réflexion est semble-t-il celui qu'emprunte la Cour de cassation dans les derniers états de sa jurisprudence ; reste à observer, dans l'éventuel cas d'un contentieux noué autour de déclarations de gouvernance fausses ou fallacieuses, si le juge français serait bel et bien disposé à les disqualifier du champ des informations indemnissables. Une telle solution ne contribuerait pas à promouvoir un contexte contraignant de mise en œuvre des recommandations de gouvernance.

---

<sup>116</sup> *Private Securities Litigation Reform Act* (PSLRA), Public Law 104-67, Dec. 22, 1995, réformant le *Securities Reform Act* (SRA) de 1934.

<sup>117</sup> Rédigées en termes identiques, v. Section 102, a) du PSLRA, introduisant une nouvelle Section 27A., c), 1), A, ii du *Securities Act of 1933* ("SA"), et Section 102, b) du PSLRA, introduisant une nouvelle Section 21 E., c), 1), A, ii du *Securities Exchange Act of 1934* (« SEA ») ; sur le champ d'application *intuitus personae* du PSLRA, qui s'étend aussi bien aux émetteurs qu'aux agences de notation évaluant pour le compte de l'émetteur et aux analystes indépendants, v. Section 27 A., a) du SA de 1933 et Section 21 E, a) du SEA de 1934.

<sup>118</sup> *In Shaw v. Digital Equipment Corp Wilensky*, U.S. Court of Appeals for the First Circuit, 1996 (82 F.3d 1194), spéc. n° 85. Cette formulation est citée en tant que précédent dans plusieurs arrêts ultérieurs, cf. *re Ford Motor Co. Sec. Litig.*, U.S. Court of Appeals for the Sixth Circuit, 2004 (381 F. 3d 563) ; *SEC v. Curshen*, U.S. Court of Appeals for the Tenth Circuit, 13 avril 2010, n°09-1196.

## B/ Promouvoir le caractère contraignant de recommandations de gouvernance

Le tableau dressant une comparaison internationale des principes de gouvernance a montré que nombre de pays avaient décidé de légaliser certains principes de gouvernance, les rendant par là même obligatoires. Une telle légalisation répond le plus fréquemment au souhait de rendre contraignantes des recommandations qui n'étaient jusque-là que facultatives, en dépit d'un contexte de mise en œuvre qui pouvait, comme il a été vu précédemment, contribuer à en renforcer l'obligatorité. Ce passage du droit souple au droit dur est bien souvent motivé par un constat ou un sentiment d'inefficacité de l'autorégulation, ou *a minima*, par un rythme trop lent d'amélioration des pratiques de gouvernance. On a pu ainsi estimer que « ce glissement du *soft law* vers le *hard law* de certaines règles de *corporate governance* résulte du constat, fait par le législateur, de l'insuffisance de la sanction du marché pour assurer la mise en œuvre efficace de certaines règles<sup>119</sup> ». L'appréciation d'un tel phénomène de promotion normative fait souvent l'objet d'une critique négative de la part des acteurs de la gouvernance d'entreprise, qui y voient, pêle-mêle, une uniformisation des règles de gouvernance là où l'approche *comply or explain* est supposée permettre au contraire une adaptation aux spécificités des entreprises, une réaction politique à la pression médiatique aboutissant le cas échéant à des lois de mauvaise qualité réactionnelle car adoptées dans l'urgence, voire encore la propension du pouvoir politique à endosser la paternité de bonnes règles de gouvernance qui préfiguraient dans les codes du même nom... Toutefois, un de nos interlocuteurs durant notre recherche a estimé que la promotion normative des règles de gouvernance est imputable aux sociétés elles-mêmes et à leur comportement, et qu'elle permet d'atteindre des résultats concrets plus rapidement. Voici les opinions les plus nettes ayant pu être émises en la matière à l'occasion des entretiens menés dans cette recherche :

### Extrait de l'entretien avec l'ANSA<sup>120</sup>, mercredi 12 avril 2017<sup>121</sup> :

**(J.-C. D.)** : D'ailleurs pour anticiper peut-être sur le second volet de l'entretien nous avons effectivement cette impression parfois de trouver des recommandations assez conjoncturelles, en tout cas politiquement conjoncturelles, au sein du code AFEP-MEDEF. Nous avons aussi parfois la sensation que l'AFEP-MEDEF souhaite anticiper l'adoption d'une loi dure en promouvant une recommandation. C'était vrai pour le *Say on Pay* où on a anticipé ce qui fatalement devait arriver en décembre dernier. Il s'agit à chaque fois de réactions des rédacteurs du code à certaines crispations de l'opinion publique, donc du politique... Avez-vous le même sentiment ? Les forces créatrices de la gouvernance seraient donc aussi l'opinion publique et la sphère politique ?

**(C. S.)** : Si vous voulez il y a eu plusieurs temps dans ce processus. A l'origine, en 1995, avec les premières recommandations, les grandes entreprises cotées, dans la mouvance de ce qui se passait de l'autre côté de la Manche, ont estimé qu'il était opportun de se doter de principes de même type d'inspiration, mais adaptés à la situation spécifique des entreprises françaises. Pendant une dizaine d'années, jusqu'en 2005 environ, ceci est un processus demeuré largement en dehors de la préoccupation des pouvoirs publics. Et puis, depuis une dizaine d'années, malheureusement, les pouvoirs publics regardent cela non pas de leur propre chef mais en réaction à ce que vous appelez l'opinion publique et que moi j'appelle la pression médiatique, ce qui n'est pas tout à fait la même chose.... Ces médias épinglent telle ou telle affaire, tel ou tel scandale qui défraie la chronique, ce qui conduit les gouvernements à s'intéresser au sujet. Et très clairement depuis un peu moins de 10 ans, les pouvoirs publics disent aux entreprises cotées : écoutez, si vous ne faites pas le ménage chez vous, c'est nous qui allons le faire. Donc en effet les codes ont intégré cette dimension là et ont cherché à éviter l'intervention du législateur sachant que bien souvent lorsque le législateur est intervenu sur ce

<sup>119</sup> Berlingin (M.), De Pierpont (G.), Stroobant (P.), « Les règles de "bonne gouvernance" dans le droit des sociétés et le droit économique », in Hachez (I.) (et alii) (co-dir.), *Les sources du droit revisitées*, vol. 3, *Normativités concurrentes*, Anthémis – 2012, pp. 211-254, spéc. n° 31, p. 237.

<sup>120</sup> Association Nationale des Sociétés par Actions.

<sup>121</sup> V. en annexe 3 pour l'entretien intégral.

sujet, on peut dire que la situation est devenue extrêmement compliquée, pour cette raison qu'il légifère malheureusement le plus fréquemment sous le coup de l'émotion. Il légifère sans être bien au fait des différences de situation et comme c'est du droit dur, il ne peut pas intégrer la dimension *comply or explain*. Or cette dernière est bel et bien au cœur de la souplesse de la *soft law*. Chaque entreprise peut avoir des spécificités qui permettent de justifier d'écarter des recommandations, lesquelles sont un corps de règles généralement adaptées à la situation des sociétés cotées françaises mais qui, pour telle ou telle raison, peuvent ne pas être adaptées à la situation de l'entreprise à un certain moment de son histoire, mais qui peut aussi le devenir plus tard. Le *comply or explain* a justement l'avantage d'intégrer un élément de souplesse qui doit permettre aux entreprises de dire : j'écartere, mais j'explique pourquoi, eu égard à mes spécificités. Cette approche n'est évidemment pas possible dans une loi et c'est la raison pour laquelle les entreprises ont cherché justement à prendre les devants et à éviter qu'on ne vienne légiférer sur cette affaire. La loi Sapin 2 est du reste un des plus mauvais exemples de ce genre de loi improvisée dans l'urgence et extrêmement mal rédigée. D'ailleurs nous avons déjà passé beaucoup de temps à essayer de livrer une interprétation raisonnable du texte légal et d'essayer de comprendre cette loi mal rédigée.

**Extrait de l'entretien avec le HCGE<sup>122</sup>, mardi 4 avril 2017<sup>123</sup> :**

**(A. S.) :** Peut-on estimer que les recommandations sont parfois émises par anticipation, de sorte à éviter une intervention du législateur et l'instauration de règles obligatoires en matière de gouvernance, lesquelles s'imposeraient donc aux sociétés ?

**(J.-C. D.) :** Il est vrai qu'on a l'impression que le code a pu anticiper certaines volontés exprimées, d'origine politique, visant à instaurer davantage de réglementation. Et donc dans un certain nombre de champs, comme le *say on pay*, la féminisation des conseils, mais également me semble-t-il les critères de performance en matière d'indemnités de cessation des fonctions, le code avait su anticiper l'instauration de règles strictes... Sans pour autant l'empêcher ultérieurement... Est-ce un objectif assumé de la part du code de gouvernance que d'anticiper l'instauration de règles dures en matière de gouvernance, dans l'optique de les éviter ?

**(P. D.-B.) :** La genèse des codes de gouvernance n'est pas nécessairement liée à la loi, ou au souci d'éviter la loi. D'où vient le code AFEP-MEDEF ? Il vient du rapport Viénot de 1995, issu lui-même d'une volonté d'offrir aux investisseurs étrangers internationaux qui commençaient à entrer sur le marché français l'assurance que la gouvernance des sociétés françaises était faite de façon à peu près comparable à ce qui se faisait chez eux. On dit d'ailleurs parfois que le code AFEP-MEDEF a recopié le rapport Cadbury. La démarche est tout de même initialement liée à cet objectif que vous condensez en disant "la gouvernance, c'est de la communication", c'est-à-dire cet aspect qui consiste à dire : je donne aux investisseurs l'assurance que ma gouvernance répond à un certain nombre de règles qui peuvent lui donner confiance. Que le législateur intervienne ensuite en disant qu'il pourrait mettre son nom sur une règle qui donne confiance non seulement aux investisseurs mais aussi à l'opinion publique, cela montre au moins que la règle était bonne...

**(J.-C. D.) :** Ce n'est pas uniquement la revendication d'une sorte de paternité sur la règle ; je crois que le législateur, ou le politique plus globalement, réagit beaucoup aux "scandales", et souhaite réagir aux faits divers, qui en matière de gouvernance, et spécifiquement de rémunération, sont quasiment annuels depuis 15 ans.

**(A. S.) :** Ces interventions du législateur traduisent aussi certainement le fait que l'opinion publique n'est pas réellement convaincue par l'utilité du droit souple pour régler la question des rémunérations pouvant apparaître excessives. Pourquoi à votre avis ?

**(P. D.-B.) :** C'est une question d'ordre sociologique pour laquelle je n'ai pas véritablement de réponse à formuler.

<sup>122</sup> Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise

<sup>123</sup> V. en annexe 3 pour l'entretien intégral.

**(A. S.)** : Regrettez-vous à tout le moins cette intervention récente du législateur sur le *say on pay*, laquelle siphonne pour le coup les innovations qui avaient été accomplies en la matière par le code AFEP-MEDEF sur la question depuis 2013... ?

**(P. D.-B.)** : Ce n'est évidemment pas une bonne mesure pour le droit souple...

**(J.-C. D.)** : Et pour les entreprises ?

**(P. D.-B.)** : Eh bien le premier effet, c'est que cela va concerner 800 entreprises cotées au lieu d'en concerner environ 200 pour lesquelles le problème se pose véritablement. Et je ne vous parle même pas des maladresses qui existent dans la rédaction du texte. Sur le principe en lui-même, on va appliquer massivement ce texte à des sociétés contrôlées, donc dans lesquelles cette loi n'aura en réalité pas d'effet.

**Extrait de l'entretien avec l'IFA<sup>124</sup>, jeudi 11 mai 2017<sup>125</sup> :**

**(A. S.)** : Les recommandations de gouvernance servent-elles de repoussoir à l'intervention du législateur ? Si oui, il faudrait constater que dans un certain nombre de domaines, cet objectif / utilité n'est pas réalisé(e). En effet, un certain nombre de recommandations ont pu être considérées comme insuffisamment efficaces pour atteindre l'objectif qu'elles se proposaient de réaliser, et donc, la loi dure est intervenue ; parité, *say on pay*, critères de performance... Le fait que le législateur soit intervenu à plusieurs reprises pour rendre obligatoire ce qui n'était préalablement que des recommandations dément-il l'efficacité de la *soft law* selon vous ?

**(A. M.)** : La *soft law*, à un moment donné, connaît des limites, et à partir de là, le législateur est obligé de s'emparer du sujet. Mais c'est dommage. Cette intervention est souvent liée à certains excès et manques de jugement de dirigeants, par exemple en matière de rémunération. Cela a conduit le législateur à prendre des mesures contraignantes. Donc souvent le responsable du passage de la *soft law* à la *hard law*, ce n'est pas le législateur, mais les sociétés elles-mêmes, ou plutôt les excès de certaines sociétés.

**(J.-C. D.)** : Donc, selon vous, ce sont les sociétés qui sont les premières responsables de leur propre malheur...

**(A. M.)** : Bien sûr !

**(J.-C. D.)** : Souvent, en matière de rémunération, on nous dit que la première source des recommandations, ce sont les "scandales" stigmatisés par les médias, qui choquent l'opinion publique et qui sont rattrapés par les politiques... Mais si vous prenez par exemple l'introduction du *say on pay* dans le droit dur, il a suffi d'un cas pour que le législateur réagisse et entraîne derrière sa réforme des centaines de sociétés cotées qui pourtant n'avaient pas forcément grand-chose à se reprocher.

**(A. M.)** : Oui, mais les sociétés doivent comprendre qu'il suffit d'un seul cas pour être prises à revers, même si cela est très dommageable. Vous citez également la parité : aujourd'hui, on atteint des objectifs concrets et surtout très rapidement parce qu'une loi a été adoptée. Je pense que si on veut vraiment arriver à des résultats rapides, la loi est plus efficace que la *soft law*. Mais, malheureusement, cela fait parfois des dégâts parce que la loi peut aller un peu trop loin. Au total, il faut bien prendre conscience que ces cas demeurent des exceptions, et que des progrès très importants ont été accomplis en matière de gouvernance depuis des années, par l'intermédiation de la *soft law*. On est aujourd'hui à un niveau de qualité de la gouvernance qui compte parmi les meilleurs en Europe.

Plusieurs exemples spectaculaires fournissent en droit français et européen l'illustration de ce mécanisme de promotion normative, sur lesquels il convient de s'arrêter : l'instauration du comité d'audit et la consécration corrélative de l'administrateur indépendant (1), la parité des sexes au sein des conseils d'administration et de surveillance (2), et la pratique de consultation des actionnaires sur la rémunération des dirigeants de sociétés (« *say on pay* ») (3).

<sup>124</sup> Institut Français des Administrateurs.

<sup>125</sup> V. en annexe 3 pour l'entretien intégral.

### 1) *Instauration d'un comité d'audit et la consécration corrélatrice de l'administrateur indépendant*

Ces vingt dernières années, l'histoire juridique du comité d'audit compte parmi les plus riches en matière de gouvernance, évoluant en synchronie des deux crises majeures que connut notre capitalisme financier international, celle de 2000 et celle de 2008. Cette évolution rapide du statut du comité d'audit tranche avec l'état de stabilité normative qui prédominait sur le sujet jusqu'à la fin des années 1990. En effet, les comités du conseil, quels qu'ils soient, ont toujours été admis par la législation moderne du droit français des sociétés. Dès le décret de 1967 sur les sociétés commerciales<sup>126</sup>, fut offerte au conseil d'administration la possibilité de créer des « comités », et au conseil de surveillance des « commissions », selon des modalités qui n'ont pas évolué jusqu'à aujourd'hui<sup>127</sup>. Il s'agit donc pour le conseil d'une simple faculté légale d'instaurer, en son sein, une structure consultative, laquelle est, selon une formule consacrée par une juridiction du fond, « un organe secondaire qui doit demeurer dans l'orbite et sous le contrôle direct du conseil d'administration<sup>128</sup> ». C'est dans ce cadre juridique que se sont inscrites les premières recommandations françaises de gouvernance, contenues dans le rapport Viénot de 1995, appelant à l'instauration d'un comité d'audit<sup>129</sup> (même si ce rapport reconnaissait la préexistence de pratiques spontanées<sup>130</sup> répondant à un benchmark international<sup>131</sup>). La recommandation française à l'adresse des sociétés cotées a consisté à ce que « chaque conseil se dote d'un comité ayant pour tâche essentielle de s'assurer de la pertinence et de la permanence des méthodes comptables adoptées pour l'établissement des comptes consolidés et sociaux de l'entreprise et de vérifier que les procédures internes de collecte et de contrôle des informations garantissent celles-ci » ; cette structure devait être composée d'au moins trois administrateurs non-exécutifs, dont au moins un indépendant. Si l'on excepte quelques évolutions et précisions apportées par une succession de rapports français tant sur la composition que sur les missions du comité d'audit<sup>132</sup>, le régime de ce dernier est demeuré figé jusqu'à l'impulsion décisive que les autorités communautaires ont entendu lui donner. Par une recommandation du 15 février 2005 (2005/162/CE)<sup>133</sup>, la Commission européenne a souhaité engager un mouvement d'harmonisation à l'échelle communautaire de la pratique des comités d'audit. Cette recommandation décrit de manière détaillée la composition ainsi que le rôle souhaitable de ce comité<sup>134</sup>. Ainsi, il « devrait se composer exclusivement d'administrateurs non exécutifs ou de membres du conseil de surveillance, tandis que la majorité au moins de ses membres devraient être indépendants ». Cette référence explicite à l'administrateur indépendant, dont la recommandation fournit d'ailleurs elle-même des critères de qualification<sup>135</sup>, a été une étape importante de la

<sup>126</sup> Art. 90 et 115 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967. L'art. 2, al. 3 de la loi du 16 novembre 1940 prévoyait déjà la possibilité pour le président du conseil de « nommer un comité composé, soit d'administrateurs, soit de directeurs, soit d'administrateurs et de directeurs de la société », dont les membres étaient « chargés d'étudier les questions que le président renvo[yait] à leur examen ».

<sup>127</sup> V. les articles R. 225-29, al. 2 et R. 225-56, al. 2 c. com.

<sup>128</sup> CA Aix, 28 septembre 1982, *Rev. sociétés* 1983, pp. 773-782, note J. Mestre.

<sup>129</sup> Rapport « Viénot I », *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, juillet 1995, p. 20.

<sup>130</sup> « Bien des sociétés se sont ainsi dotées de comités des rémunérations, de comités d'audit ou de comités stratégiques qui fonctionnent depuis plusieurs années de manière satisfaisante sous l'empire des textes actuels », *in* Rapport précit., spéc. p. 6.

<sup>131</sup> Le rapport *Cadbury* en Grande-Bretagne, considéré comme le référentiel pionnier en matière de gouvernance d'entreprise, recommandait déjà l'instauration d'un comité d'audit dans les sociétés cotées ; v. *Report of the Committee on the financial aspects of corporate governance*, December 1992, Appendix 4.

<sup>132</sup> V. Rapport « Viénot II », *Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise*, juillet 1999, points 28 et s., p. 29 et s. ; Rapport « Bouton », *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*, 2002, p. 11 et s.

<sup>133</sup> Recommandation de la Commission (2005/162/CE) du 15 février 2005 concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance

<sup>134</sup> V. Annexe I, point 4, recommandation n° 2005/162/CE.

<sup>135</sup> V. Annexe II, recommandation n° 2005/162/CE.

reconnaissance de cette figure cardinale de la gouvernance d'entreprise au sein de l'ordre juridique communautaire. En outre, des fonctions vastes sont dévolues au comité d'audit par la recommandation : contrôle de l'intégrité de l'information, réexamen annuel des systèmes internes de contrôle et de gestion des risques, contrôle de l'efficacité de la fonction d'audit interne, recommandations sur la sélection et la révocation des contrôleurs légaux des comptes, contrôle de l'indépendance et de l'objectivité de ces derniers ainsi que de l'efficacité des processus guidant leur mission, contrôle de la nature et de l'étendue des services « non-audit » fournis par les contrôleurs légaux de comptes et enquête sur les raisons ayant pu conduire à leur démission. Afin de pouvoir mener à bien ces fonctions, la recommandation suggère entre autres que le comité d'audit soit informé des méthodes présidant à la comptabilisation de transactions inhabituelles, ainsi que de l'existence et des justifications de toute activité exercée par la société dans des centres *offshore* ou par le biais de structures spécifiques emportant créativité comptable. De même, le comité d'audit devrait être libre d'entendre ou non, lors de ses réunions, les dirigeants exécutifs de la société, les responsables internes des questions financières, comptables et budgétaires, ainsi que les contrôleurs légaux des comptes. Il devrait être libre de chercher auprès d'experts juridiques, comptables ou autres les conseils et l'assistance qu'il juge nécessaires à l'exercice de ses fonctions.

Le choix d'un instrument juridique non-contraignant a été motivé, à l'époque, par la complexité des questions relevant de la gouvernance d'entreprise et par la supériorité de l'approche de type *comply or explain*. Le considérant n° 4 de ladite recommandation est riche d'enseignements sur le choix de privilégier la recommandation au lieu d'instruments communautaires plus contraignants :

**Recommandation (2005/162/CE) du 15 février 2005, considérant n° 4**

*Étant donné la complexité de nombre des questions en jeu, l'adoption de règles contraignantes détaillées n'est pas nécessairement la façon la plus opportune ni la plus efficace d'atteindre les objectifs poursuivis. De nombreux codes de gouvernement d'entreprise adoptés dans les États membres ont tendance à s'appuyer sur un système de déclaration fondé sur le principe selon lequel les sociétés doivent « se conformer ou s'expliquer », c'est-à-dire déclarer qu'elles se conforment au code ou expliquer tout écart important par rapport à celui-ci. Cette approche permet aux sociétés de s'adapter aux impératifs propres à leur activité ou à leur secteur, tout en offrant aux marchés la possibilité d'apprécier les explications et justifications fournies. En vue de renforcer le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance, il conviendrait d'inviter tous les États membres à prendre les mesures nécessaires pour introduire au niveau national une série de dispositions fondées sur les principes énoncés dans la présente recommandation que devraient appliquer les sociétés cotées, soit sur la base d'une approche du type « se conformer ou s'expliquer », soit en vertu de la législation.*

Cette motivation du choix pour la recommandation est d'autant plus intéressante qu'elle devait être démentie une année plus tard par l'adoption d'une directive, instrument juridique obligeant les États membres quant aux résultats tout en les laissant libres des moyens pour les atteindre... Si cette directive 2006/43/CE du 17 mai 2006<sup>136</sup> est beaucoup moins détaillée et moins exigeante que la recommandation de 2005, elle pose en revanche une obligation aux États membres sous forme d'alternative : selon les termes de son article 41, elle rend le principe d'instauration d'un comité

---

<sup>136</sup> Directive du Parlement européen et du Conseil (2006/43/CE) du 17 mai 2006 *concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés et modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil, et abrogeant la directive 84/253/CEE du Conseil*. Sur cette directive, v. Barbiéri (J.-F.), « Nouvelle 8<sup>ème</sup> directive "concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés" : réflexions liminaires (Dir. 2006/43/CE, 17 mai 2006) », *Bull. Joly* 2006, n° 10, pp. 1183-1190 ; Navarro (J.-L.), « Publication de la huitième directive concernant les contrôles légaux des comptes annuels et comptes consolidés », *JCP E* 2007, n° 41, pp. 34-37.

d'audit, composé d'au moins un administrateur indépendant, obligatoire dans les sociétés cotées, ou oblige à faire assumer par le conseil d'administration ou de surveillance les fonctions de ce comité.

**Article 41, Dir. 2006/43/CE du 17 mai 2006**

**Comité d'audit**

*1. Chaque entité d'intérêt public doit être dotée d'un comité d'audit. Les États membres déterminent si les comités d'audit doivent être composés de membres non exécutifs de l'organe d'administration et/ou de membres de l'organe de surveillance de l'entité contrôlée et/ou de membres nommés par l'assemblée générale des actionnaires de l'entité contrôlée. Au moins un membre du comité d'audit doit être indépendant et compétent en matière de comptabilité et/ou d'audit.*

*[...]*

*2. Sans préjudice des responsabilités des membres de l'organe d'administration, de gestion ou de surveillance ou des autres membres nommés par l'assemblée générale des actionnaires de l'entité contrôlée, le comité d'audit est notamment chargé des missions suivantes :*

- a) suivi du processus d'élaboration de l'information financière ;*
- b) suivi de l'efficacité des systèmes de contrôle interne, d'audit interne, le cas échéant, et de gestion des risques de la société ;*
- c) suivi du contrôle légal des comptes annuels et des comptes consolidés ;*
- d) examen et suivi de l'indépendance du contrôleur légal des comptes ou du cabinet d'audit, en particulier pour ce qui concerne la fourniture de services complémentaires à l'entité contrôlée.*

*3. La proposition de l'organe d'administration ou de l'organe de surveillance d'une entité d'intérêt public relative à la nomination du contrôleur légal des comptes ou du cabinet d'audit est fondée sur une recommandation du comité d'audit.*

*4. Le contrôleur légal des comptes ou le cabinet d'audit fait rapport au comité d'audit sur les aspects essentiels touchant au contrôle, en particulier les faiblesses significatives du contrôle interne au regard du processus d'information financière.*

*5. Les États membres peuvent permettre ou décider que les dispositions établies aux paragraphes 1 à 4 ne s'appliquent pas aux entités d'intérêt public qui disposent d'un organe remplissant des fonctions équivalentes à celle d'un comité d'audit, instauré et fonctionnant en vertu des dispositions en vigueur dans l'État membre où l'entité à contrôler est enregistrée. En pareil cas, l'entité indique quel est l'organe qui remplit ces fonctions et révèle sa composition.*

D'un point de vue technique, l'instauration d'un comité d'audit n'a donc pas été imposée par les instances communautaires, malgré l'utilisation d'un instrument juridique, la directive, contraignant à l'égard des Etats membres. En revanche, les fonctions du comité d'audit, telles qu'elles figurent dans cet article 41, sont rendues obligatoires, quitte à être assumées par un organe préexistant dans la société, c'est-à-dire concrètement le conseil d'administration ou le conseil de surveillance. Par ailleurs, si la description du rôle du comité d'audit, tout comme sa composition, sont moins exigeantes en comparaison de la recommandation de 2005, cela ne signifie pas pour autant que les Etats membres ne furent pas en mesure de prendre en compte cette dernière lors de la transposition de la directive ; c'est même expressément ce que suggère la directive dans son considérant n° 24 :

**Dir. 2006/43/CE du 17 mai 2006, considérant n° 24**

*L'existence de comités d'audit et de systèmes efficaces de contrôle interne contribue à minimiser les risques financiers, opérationnels ou de non-conformité, et accroît la qualité de l'information financière. Les États membres peuvent prendre en considération la recommandation de la Commission du 15 février 2005 concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance, qui énonce les modalités de constitution et de fonctionnement des comités d'audit. Les États membres peuvent prévoir que les fonctions assignées au comité d'audit ou à un*

*organe assurant des tâches équivalentes peuvent être exercées par l'organe administratif ou de surveillance dans son ensemble.*

Il revenait alors aux Etats membres, d'une part, de choisir entre l'instauration ou non d'un comité d'audit, et d'autre part, d'en rester au régime de base posé par la directive ou de se montrer plus exigeants notamment en inspirant leur législation interne des préconisations figurant dans la recommandation de 2005. La France décida, par l'ordonnance du 8 décembre 2008<sup>137</sup>, à la fois de ne pas choisir et d'en rester au régime de base du texte communautaire. Elle reprit l'alternative que lui offrait la directive, en l'offrant à son tour aux sociétés cotées françaises, et affecta au comité d'audit facultatif les missions décrites par la directive :

**Anc. article L. 823-19 c. com.**

*Au sein des personnes et entités dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé [...], un comité spécialisé agissant sous la responsabilité exclusive et collective des membres, selon le cas, de l'organe chargé de l'administration ou de l'organe de surveillance assure le suivi des questions relatives à l'élaboration et au contrôle des informations comptables et financières.*

*La composition de ce comité est fixée, selon le cas, par l'organe chargé de l'administration ou de la surveillance. Le comité ne peut comprendre que des membres de l'organe chargé de l'administration ou de la surveillance en fonctions dans la société, à l'exclusion de ceux exerçant des fonctions de direction. Un membre au moins du comité doit présenter des compétences particulières en matière financière ou comptable et être indépendant au regard de critères précisés et rendus publics par l'organe chargé de l'administration ou de la surveillance.*

*Sans préjudice des compétences des organes chargés de l'administration, de la direction et de la surveillance, ce comité est notamment chargé d'assurer le suivi :*

- a) Du processus d'élaboration de l'information financière ;*
- b) De l'efficacité des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques ;*
- c) Du contrôle légal des comptes annuels et, le cas échéant, des comptes consolidés par les commissaires aux comptes ;*
- d) De l'indépendance des commissaires aux comptes.*

*Il émet une recommandation sur les commissaires aux comptes proposés à la désignation par l'assemblée générale ou l'organe exerçant une fonction analogue.*

*Il rend compte régulièrement à l'organe collégial chargé de l'administration ou à l'organe de surveillance de l'exercice de ses missions et l'informe sans délai de toute difficulté rencontrée.*

**Anc. article L. 823-20 c. com.**

*Sont exemptés des obligations mentionnées à l'article L. 823-19 :*

*[...]*

*4° Les personnes et entités disposant d'un organe remplissant les fonctions du comité spécialisé mentionné à l'article L. 823-19, sous réserve d'identifier cet organe, qui peut être l'organe chargé de l'administration ou l'organe de surveillance, et de rendre publique sa composition.*

**Anc. article L. 823-16 c. com.**

*Les commissaires aux comptes portent à la connaissance, selon le cas, de l'organe collégial chargé de l'administration ou de l'organe chargé de la direction et de l'organe de surveillance, ainsi que, le cas échéant, du comité spécialisé agissant sous la responsabilité exclusive et collective de ces organes :*

*1° Leur programme général de travail mis en œuvre ainsi que les différents sondages auxquels ils ont procédé ;*

---

<sup>137</sup> Ordonnance n° 2008-1278 du 8 décembre 2008 transposant la directive 2006/43/CE du 17 mai 2006 et relative aux commissaires aux comptes ; v. Le Cannu (P.), Dondero (B.), « La consécration des comités d'audit par l'ordonnance du 8 décembre 2008 », *RTDF* 2009, n° 1-2, pp. 187-192.



2° Les modifications qui leur paraissent devoir être apportées aux comptes devant être arrêtés ou aux autres documents comptables, en faisant toutes observations utiles sur les méthodes d'évaluation utilisées pour leur établissement ;

3° Les irrégularités et les inexactitudes qu'ils auraient découvertes ;

4° Les conclusions auxquelles conduisent les observations et rectifications ci-dessus sur les résultats de la période comparés à ceux de la période précédente.

Lorsqu'ils interviennent auprès de personnes ou d'entités soumises aux dispositions de l'article L. 823-19 ou qui se sont volontairement dotées d'un comité spécialisé au sens dudit article, ils examinent en outre avec le comité spécialisé mentionné à cet article les risques pesant sur leur indépendance et les mesures de sauvegarde prises pour atténuer ces risques. Ils portent à la connaissance de ce comité les faiblesses significatives du contrôle interne, pour ce qui concerne les procédures relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière, et lui communiquent chaque année :

a) Une déclaration d'indépendance ;

b) Une actualisation des informations mentionnées à l'article L. 820-3 détaillant les prestations fournies par les membres du réseau auquel les commissaires aux comptes sont affiliés ainsi que les prestations accomplies au titre des diligences directement liées à la mission.

L'année 2014 marque une inflation réglementaire spectaculaire affectant le comité d'audit, une fois de plus sous l'impulsion du droit communautaire. Il semble que les leçons de la crise financière puis bancaire entamée en 2008 y soient pour beaucoup dans cette volonté européenne de renforcer le rôle du comité d'audit, renforcement qui s'inscrit dans un cadre plus global d'exigences accrues à l'égard du contrôle légal des comptes des sociétés cotées. Le législateur communautaire a agi par la voie de deux actes différents<sup>138</sup>. D'abord, en adoptant le règlement n° 537/2014 en date du 16 avril 2014<sup>139</sup>. Ce choix pour un tel instrument juridique, obligatoire dans tous ses éléments et directement applicable dans les Etats membres, n'est pas anodin ; il marque la volonté des instances européennes de promouvoir un régime plus strict du contrôle légal des comptes dans les sociétés cotées. Le règlement s'inscrit dans la continuité d'un livre vert publié par la Commission européenne intitulé « Politique en matière d'audit : les leçons de la crise », lequel insiste sur « le rôle et l'étendue de l'audit et sur les moyens de renforcer la fonction d'audit pour contribuer à accroître la stabilité financière<sup>140</sup> ». Le comité d'audit est alors érigé au rang d'interlocuteur privilégié du contrôleur légal des comptes de la société, mais aussi de gardien de son indépendance, de sa désignation et de l'efficacité de sa mission. On aurait pu penser qu'un tel accroissement des missions du comité d'audit, sur un mode de surcroît contraignant, se serait accompagné d'une obligation de mise en place de cet organe sociétaire ; ce pas ne fut toujours pas franchi par le droit communautaire à l'occasion du second acte adopté, c'est-à-dire la directive 2014/56/UE du 16 avril 2014<sup>141</sup> dont l'objet fut de modifier la directive 2006/43/CE. Pourtant, l'ambition portée par cette seconde directive est particulièrement nette si on en compare les dispositions à celles, qu'elle abroge, de l'article 41 de la directive 2006/43/CE du 17 mai 2006 précitée :

---

<sup>138</sup> Lecourt (B.), « Audit légal des comptes : de nouveaux textes européens », *Rev. sociétés* 2014, n° 11, pp. 685-689.

<sup>139</sup> Règlement du Parlement européen et du Conseil (537/2014) du 16 avril 2014 *relatif aux exigences spécifiques applicables au contrôle légal des comptes des entités d'intérêt public et abrogeant la décision 2005/909/CE de la Commission.*

<sup>140</sup> Considérant n° 4, règlement précit.

<sup>141</sup> Directive du Parlement européen et du Conseil (2014/56/UE) du 16 avril 2014 *modifiant la directive 2006/43/CE concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés.*

**Article 39 (nouveau), Dir. 2006/43/CE du 17 mai 2006**

**Comité d'audit**

1. *Les États membres veillent à ce que chaque entité d'intérêt public soit dotée d'un comité d'audit. Le comité d'audit est soit un comité indépendant, soit un comité de l'organe d'administration ou de surveillance de l'entité contrôlée. Il est composé de membres non exécutifs de l'organe d'administration et/ou de membres de l'organe de surveillance de l'entité contrôlée et/ou de membres désignés par l'assemblée générale des actionnaires de l'entité contrôlée ou, pour les entités qui ne comptent pas d'actionnaires, par un organe équivalent. Le comité d'audit compte au moins un membre compétent en matière de comptabilité et/ou d'audit. Les membres du comité dans leur ensemble sont compétents dans le secteur d'activité de l'entité contrôlée. Les membres du comité d'audit sont, en majorité, indépendants de l'entité contrôlée. Le président du comité d'audit est désigné par les membres du comité ou par l'organe de surveillance de l'entité contrôlée, et est indépendant de l'entité contrôlée. Les États membres peuvent exiger que le président du comité d'audit soit élu chaque année par l'assemblée générale des actionnaires de l'entité contrôlée.*  
[...]
4. *Par dérogation au paragraphe 1, les États membres peuvent exiger d'une entité d'intérêt public ou permettre à une telle entité d'intérêt public de ne pas disposer d'un comité d'audit, à condition que cette entité dispose d'un ou de plusieurs organes exerçant des fonctions équivalentes à celles d'un comité d'audit, instaurés et fonctionnant conformément aux dispositions en vigueur dans l'État membre où l'entité à contrôler est enregistrée. Dans ce cas, l'entité indique quel est l'organe qui remplit ces fonctions et précise sa composition.*
5. *Lorsque tous les membres du comité d'audit sont des membres de l'organe d'administration ou de surveillance de l'entité contrôlée, l'État membre peut prévoir que le comité d'audit est exempté des exigences en matière d'indépendance prévues au paragraphe 1, quatrième alinéa.*

Aux termes de cette directive 2014/56, le comité d'audit demeure donc facultatif, tout comme, lorsque ses membres sont issus du conseil d'administration ou de surveillance, le principe d'une majorité d'administrateurs indépendants dont son président. En somme, le système français qui présidait depuis l'ordonnance du 8 décembre 2008 pouvait être préservé sur ces deux points : comité facultatif, et lorsqu'il existe, composé d'un administrateur compétent en matière financière ou comptable et indépendant. En revanche, s'agissant du rôle et des missions que doit assumer ce comité ou les organes exerçant des fonctions équivalentes, l'incorporation et la transposition en droit interne des deux textes communautaires devait entraîner une modification profonde des dispositions du Titre II du livre VIII du Code de commerce relatif au commissariat aux comptes. L'exercice a été réalisé par l'ordonnance du 17 mars 2016<sup>142</sup>.

Plusieurs aspects des prérogatives du comité d'audit, ou du conseil d'administration ou de surveillance au cas où un tel comité ne serait pas instauré, ont été affectés par l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 17 mars 2016. D'abord, en matière d'information, les contrôleurs légaux des comptes deviennent débiteurs de renseignements portant sur l'accomplissement de leurs missions dans la société, cette

---

<sup>142</sup> Ordonnance n° 2016-315 du 17 mars 2016 *relative au commissariat aux comptes* ; Schlumberger (E.), « Adaptation des dispositions de droit interne relatif à l'audit légal aux textes de droit européen (directive 2014/56/UE et règlement (UE) numéro 537/2014, 16 avril 2014). Note sous Ordonnance numéro 2016-315 du 17 mars 2016, ordonnance relative au commissariat aux comptes », *Dr. sociétés* 2016, n° 7, p. 15 ; Barbiéri (J.-F.), « L'audit légal réformé par ordonnance (Ordonnance numéro 2016-315, 17 mars 2016) », *Bull. Joly* 2016, n° 5, pp. 294-304 ; Lecourt (B.), « Premiers regards sur l'ordonnance n°v2016-315 du 17 mars 2016 relative au commissariat aux comptes, adaptant le droit français au droit européen », *Rev. sociétés* 2016, n° 5, pp. 332-340.

obligation prenant corps autour d'un « rapport complémentaire destiné au comité d'audit ». En effet, selon une nouvelle disposition du Code de commerce :

**Article L. 823-16, III c. com.**

*Lorsqu'ils interviennent auprès de personnes ou d'entités soumises aux dispositions de l'article L. 823-19, les commissaires aux comptes remettent au comité spécialisé au sens dudit article un rapport complémentaire conforme aux dispositions de l'article 11 du règlement (UE) n° 537/2014 du 16 avril 2014. Ce rapport est remis à l'organe chargé de l'administration ou à l'organe de surveillance lorsque celui-ci remplit les fonctions du comité spécialisé.*

C'est donc par disposition de renvoi à l'article 11 du Règlement communautaire n° 537/2014 qu'opère le droit français. Ce texte détaille avec beaucoup de didactisme le contenu dudit « rapport complémentaire » ; sa reprise *in extenso* permet d'apprécier l'importance que les autorités européennes entendent donner au rôle de contrôle du bon accomplissement de l'audit légal dans les sociétés cotées, fonction dont le pivot est le comité d'audit ou par défaut, le conseil d'administration ou de surveillance :

### Rapport complémentaire destiné au comité d'audit

1. Les contrôleurs légaux des comptes ou cabinets d'audit qui effectuent le contrôle légal des comptes d'une entité d'intérêt public remettent un rapport complémentaire au comité d'audit de l'entité contrôlée au plus tard à la date de présentation du rapport d'audit visé à l'article 10. Les États membres peuvent en outre exiger que ce rapport complémentaire soit remis à l'organe d'administration ou de surveillance de l'entité contrôlée.

Si l'entité contrôlée ne dispose pas d'un comité d'audit, le rapport complémentaire est remis à l'organe remplissant des fonctions équivalentes au sein de l'entité contrôlée. Les États membres peuvent autoriser le comité d'audit à transmettre ce rapport complémentaire à des tiers comme le prévoit leur droit national.

2. Le rapport complémentaire destiné au comité d'audit est écrit. Il expose les résultats du contrôle légal des comptes et remplit au moins les critères suivants:

- a) il comporte la déclaration d'indépendance visée à l'article 6, paragraphe 2, point a);
- b) lorsque le contrôle légal des comptes a été effectué par un cabinet d'audit, le rapport identifie chaque associé d'audit principal ayant pris part au contrôle;
- c) lorsque le contrôleur légal des comptes ou le cabinet d'audit a pris des dispositions pour que l'une de ses activités soit menée par un autre contrôleur légal des comptes ou cabinet d'audit qui n'est pas un membre du même réseau, ou a fait appel à des experts externes, le rapport l'indique et il y est confirmé que le contrôleur légal des comptes ou le cabinet d'audit a reçu de l'autre contrôleur légal des comptes ou cabinet d'audit et/ou de l'expert externe une confirmation de son indépendance;
- d) il décrit la nature, la fréquence et l'étendue de la communication avec le comité d'audit ou l'organe qui remplit des fonctions équivalentes au sein de l'entité contrôlée, l'organe de direction et l'organe d'administration ou de surveillance de l'entité contrôlée, y compris les dates des réunions avec ces organes;
- e) il inclut une description de l'étendue du contrôle légal des comptes et du calendrier de sa réalisation;
- f) lorsque plusieurs contrôleurs légaux des comptes ou cabinets d'audit ont été désignés, il décrit la répartition des tâches entre les contrôleurs légaux des comptes et/ou les cabinets d'audit;
- g) il décrit la méthode utilisée, en précisant les parties du bilan qui ont fait l'objet d'une vérification directe et celles qui ont été vérifiées sur la base des tests de systèmes et de conformité, et en expliquant toute variation substantielle dans la pondération des tests de systèmes et de conformité par rapport à l'exercice précédent, même si le contrôle légal des comptes de l'exercice précédent a été effectué par d'autres contrôleurs légaux des comptes ou cabinets d'audit;
- h) il indique le seuil de signification quantitatif appliqué pour réaliser le contrôle légal des états financiers dans leur ensemble et, le cas échéant, le ou les seuils de signification pour certaines catégories d'opérations, certains soldes de comptes ou certaines informations à fournir, ainsi que les facteurs qualitatifs pris en compte pour fixer le seuil de signification;
- i) il indique et explique les appréciations relatives à des événements ou des conditions relevés lors du contrôle légal des comptes qui pourraient mettre sérieusement en doute la capacité de l'entité à poursuivre ses activités, en précisant s'ils constituent des incertitudes significatives; il fournit par ailleurs un résumé de l'ensemble des garanties, lettres de confort, engagements d'intervention publique et autres mesures de soutien dont il a été tenu compte pour l'évaluation de la capacité à poursuivre les activités;

- j) il fait état des carences significatives détectées dans le système de contrôle financier interne de l'entité contrôlée ou, dans le cas d'états financiers consolidés, de celui de l'entreprise mère et/ou dans son système comptable. Pour chacune de ces carences significatives détectées, le rapport complémentaire indique si la direction a remédié ou non à la carence en question;
- k) il indique les cas importants supposant le non-respect avéré ou suspecté des dispositions législatives et réglementaires ou des statuts qui ont été identifiés au cours du contrôle légal des comptes, pour autant qu'ils soient jugés pertinents afin de permettre au comité d'audit d'accomplir ses tâches;
- l) il indique et analyse les méthodes d'évaluation appliquées aux différents éléments des états financiers annuels ou consolidés, y compris l'impact éventuel des changements intervenus dans ces méthodes;
- m) lorsque le contrôle légal des comptes porte sur des états financiers consolidés, il précise le périmètre de consolidation et les critères d'exclusion appliqués par l'entité contrôlée aux entités non consolidées, le cas échéant, et indique si les critères appliqués sont conformes au cadre de l'information financière;
- n) le cas échéant, il indique les travaux d'audit réalisés par le ou les contrôleurs de pays tiers, le ou les contrôleurs légaux de comptes, l'entité ou les entités d'audit de pays tiers ou les cabinets d'audit en rapport avec le contrôle légal d'états financiers consolidés, autres que des membres du même réseau que celui dont fait partie le contrôleur des états financiers consolidés;
- o) il indique si tous les documents et explications demandés ont été fournis par l'entité contrôlée;
- p) il indique:
  - i) les éventuelles difficultés importantes rencontrées pendant le contrôle légal des comptes;
  - ii) tout problème significatif découlant du contrôle légal des comptes qui a été discuté ou a fait l'objet d'une correspondance avec la direction; et
  - iii) tout autre problème découlant du contrôle légal des comptes qui, selon le jugement professionnel du contrôleur légal des comptes, est important pour la supervision du processus d'information financière.

Les États membres peuvent fixer des exigences supplémentaires relatives au contenu du rapport complémentaire destiné au comité d'audit.

À la demande d'un contrôleur légal des comptes, d'un cabinet d'audit ou du comité d'audit, les contrôleurs légaux des comptes ou les cabinets d'audit discutent des questions essentielles découlant du contrôle légal des comptes, qui sont visées dans le rapport complémentaire destiné au comité d'audit, et en particulier au point j) du premier alinéa, avec le comité d'audit, l'organe d'administration ou, le cas échéant, l'organe de surveillance de l'entité contrôlée.

3. Lorsqu'il a été fait simultanément appel à plusieurs contrôleurs légaux des comptes ou cabinets d'audit, et qu'un désaccord a surgi entre eux sur les procédures d'audit, les règles comptables ou toute autre question concernant le contrôle légal des comptes, les raisons de ce désaccord sont expliquées dans le rapport complémentaire destiné au comité d'audit.

4. Le rapport complémentaire destiné au comité d'audit est signé et daté. Lorsqu'un cabinet d'audit procède au contrôle légal des comptes, le rapport complémentaire destiné au comité d'audit est signé par les contrôleurs légaux qui effectuent le contrôle légal pour le compte dudit cabinet.

5. Sur demande, et conformément au droit national, les contrôleurs légaux des comptes ou cabinets d'audit mettent sans délai le rapport complémentaire à la disposition des autorités compétentes au sens de l'article 20, paragraphe 1.

Sur la base de ce rapport, le comité d'audit pourra alors accomplir de manière éclairée les nouvelles prérogatives qui lui sont assignées :

**Article L. 823-19, II, 4° c. com.**

*Il suit la réalisation par le commissaire aux comptes de sa mission ; en ce qui concerne les entités d'intérêt public, il tient compte des constatations et conclusions du Haut conseil du commissariat aux comptes consécutives aux contrôles réalisés en application des articles L. 821-9 et suivants.*

**Article L. 823-19, II, 5° c. com.**

*Il s'assure du respect par le commissaire aux comptes des conditions d'indépendance définies à la section 2 du chapitre II du présent titre ; en ce qui concerne les entités d'intérêt public, le cas échéant, il prend les mesures nécessaires à l'application du paragraphe 3 de l'article 4 du règlement (UE) n° 537/2014 [i.e. analyse des risques pesant sur l'indépendance du commissaire aux comptes lorsque le montant de honoraires reçus de la société dépassent 15 % du montant total de ses honoraires] et s'assure du respect des conditions mentionnées à l'article 6 du même règlement [i.e. conditions d'indépendance vis-à-vis de la société]*

**Article L. 823-19, II, 7° c. com.**

*Il rend compte régulièrement à l'organe collégial chargé de l'administration ou à l'organe de surveillance de l'exercice de ses missions. Il rend également compte des résultats de la mission de certification des comptes, de la manière dont cette mission a contribué à l'intégrité de l'information financière et du rôle qu'il a joué dans ce processus. Il l'informe sans délai de toute difficulté rencontrée.*

Au-delà de l'information portant sur l'audit légal des comptes et le contrôle corrélatif exercé par le comité d'audit, ou par défaut, le conseil d'administration ou de surveillance, le législateur communautaire a souhaité focaliser son attention sur les missions dites « non-audit », c'est-à-dire toutes les activités assumées par le commissaire aux comptes de la société ne relevant pas du contrôle légal des comptes et de la certification. Ces prestations de services « non-audit » doivent faire l'objet d'une information auprès du comité d'audit ou de l'organe faisant office de comité d'audit :

**Article L. 820-3-I, al. 3 c. com.**

*Pour les entités d'intérêt public, le détail des prestations fournies au titre des services autres que la certification des comptes peut être communiqué, à sa demande, au comité spécialisé mentionné à l'article L. 823-19 ou, selon le cas, à l'organe chargé de l'administration ou à l'organe de surveillance.*

**Article L. 823-16, II, 2° c. com.**

*[Les contrôleurs légaux des comptes communiquent chaque année au comité d'audit une actualisation des informations détaillant] les services autres que la certification des comptes qu'ils ont eux-mêmes fournis.*

Cette information corréle directement un nouveau pouvoir reconnu au comité d'audit ou à son substitut, consistant à approuver certaines prestations « non-audit » auprès de la société :

**Article L. 822-11-2 c. com.**

*Les services autres que la certification des comptes qui ne sont pas mentionnés au II de l'article L. 822-11 [i.e. notamment conseil fiscal, conseil en management, préparation des états comptables, services de paie, conseil en contrôle interne et gestion de risques en lien avec l'information financière, conseil juridique, conseil en*

*matière de contrôle interne, services à l'occasion d'opérations sur capital, services relatifs aux ressources humaines, services portant atteinte à l'indépendance du commissaire aux comptes qui sont définis par le code de déontologie] et au I de l'article L. 822-11-1 [i.e. les services précédemment cités donnés au bénéfice d'une filiale hors Union Européenne de la société contrôlée] peuvent être fournis par le commissaire aux comptes ou les membres du réseau auquel il appartient à l'entité d'intérêt public dont il certifie les comptes, ou aux personnes ou entités qui la contrôlent ou qui sont contrôlées par elle au sens des I et II de l'article L. 233-3, à condition d'être approuvés par le comité spécialisé mentionné à l'article L. 823-19. Ce comité se prononce après avoir analysé les risques pesant sur l'indépendance du commissaire aux comptes et les mesures de sauvegarde appliquées par celui-ci.*

**Article L. 823-19, II, 6° c. com.**

*[Le comité d'audit] approuve, pour les entités d'intérêt public, la fourniture des services mentionnés à l'article L. 822-11-2*

Dans le champ du contrôle interne, le comité d'audit ou son substitut se voit également reconnaître de nouvelles prérogatives :

**Article L. 823-19, II, 1° c. com.**

*[Le comité d'audit] suit le processus d'élaboration de l'information financière et, le cas échéant, formule des recommandations pour en garantir l'intégrité.*

**Article L. 823-19, II, 2° c. com.**

*[Le comité d'audit] suit l'efficacité des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques, ainsi que le cas échéant de l'audit interne, en ce qui concerne les procédures relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière, sans qu'il soit porté atteinte à son indépendance*

Alors que dès l'origine de son introduction en droit français en 2008, le comité d'audit se voyait reconnaître une compétence pour émettre une « recommandation sur les commissaires aux comptes proposés à la désignation par l'assemblée générale ou l'organe exerçant une fonction analogue », l'ordonnance de 2016 précise les modalités concourant à l'établissement de cette recommandation par renvoi au dispositif communautaire :

**Article L. 823-19, II, 3° c. com.**

*[Le comité d'audit] émet une recommandation sur les commissaires aux comptes proposés à la désignation par l'assemblée générale ou l'organe exerçant une fonction analogue. Cette recommandation adressée à l'organe chargé de l'administration ou l'organe de surveillance est élaborée conformément aux dispositions de l'article 16 du règlement (UE) n° 537/2014 précité ; il émet également une recommandation à cet organe lorsque le renouvellement du mandat du ou des commissaires est envisagé dans les conditions définies à l'article L. 823-3-1.*

**Article L. 823-1, II c. com.**

*Dans les entités d'intérêt public, les commissaires aux comptes sont en outre désignés conformément aux dispositions de l'article 16 du règlement (UE) n° 537/2014 du 16 avril 2014.*

Ledit article 16 du règlement communautaire détaille la procédure de sélection, au cœur de laquelle se situe le comité d'audit, ou qui devra être mise en œuvre par l'organe exerçant de manière équivalente ses missions. Schématiquement, au terme d'une procédure rigoureuse de sélection, le

comité d'audit émet une recommandation au conseil d'administration ou de surveillance en charge de proposer à l'assemblée générale la désignation des commissaires aux comptes<sup>143</sup>. Cette recommandation comporte au moins deux choix possibles, parmi lesquels le comité d'audit manifeste sa préférence. Lorsque la proposition du conseil diverge de cette préférence, le conseil doit en exposer les raisons, étant acquis que le commissaire aux comptes faisant l'objet de la proposition du conseil doit avoir lui-même participé à la procédure de sélection mise en place et conduite par le comité. Lorsqu'aucun comité d'audit n'est instauré dans la société, il revient au conseil d'administration ou de surveillance de mettre en œuvre la procédure de sélection qu'aurait dû entreprendre un comité d'audit, les dispositions relatives à une divergence de choix entre le comité et le conseil étant alors sans objet. Voici les étapes de la procédure de sélection figurant à l'article 16, 3. du règlement n° 537/2014 :

#### Article 16

##### Désignation de contrôleurs légaux des comptes ou de cabinets d'audit

3. À moins qu'il ne s'agisse du renouvellement d'une mission d'audit conformément à l'article 17, paragraphes 1 et 2, la recommandation du comité d'audit visée au paragraphe 2 du présent article est élaborée à l'issue d'une procédure de sélection organisée par l'entité contrôlée dans le respect des critères suivants:

- a) l'entité contrôlée est libre d'inviter tout contrôleur légal des comptes ou cabinet d'audit à faire une offre pour la fourniture du service de contrôle légal des comptes, à condition que l'article 17, paragraphe 3, soit respecté et que l'organisation de la procédure d'appel d'offres n'exclue d'aucune façon la participation au processus de sélection d'entreprises qui ont reçu moins de 15 % du total des honoraires d'audit acquittés par les entités d'intérêt public dans l'État membre concerné au cours de l'année civile précédente;
- b) l'entité contrôlée prépare le dossier d'appel d'offres à l'intention des contrôleurs légaux des comptes ou cabinets d'audit invités à soumissionner. Ce dossier leur permet de comprendre l'activité de l'entité contrôlée et le type de contrôle légal des comptes à effectuer. Il indique les critères de sélection transparents et non discriminatoires qui sont utilisés par l'entité contrôlée pour évaluer les offres soumises par les contrôleurs légaux des comptes ou cabinets d'audit;
- c) l'entité contrôlée est libre de déterminer la procédure de sélection et peut négocier directement avec les soumissionnaires intéressés au cours de la procédure;
- d) lorsque, conformément au droit de l'Union ou au droit national, les autorités compétentes visées à l'article 20 exigent que les contrôleurs légaux des comptes et les cabinets d'audit respectent certaines normes de qualité, ces normes figurent dans le dossier d'appel d'offres;
- e) l'entité contrôlée évalue les offres soumises par les contrôleurs légaux des comptes ou cabinets d'audit conformément aux critères de sélection définis préalablement dans le dossier d'appel d'offres. L'entité contrôlée prépare un rapport sur les conclusions de la procédure de sélection, qui est validé par le comité d'audit. L'entité contrôlée et le comité d'audit prennent en considération les constatations ou conclusions de tout rapport d'inspection concernant le contrôleur légal des comptes ou cabinet d'audit candidat, visées à l'article 26, paragraphe 8, et publiées par l'autorité compétente en vertu de l'article 28, point d);
- f) l'entité contrôlée est en mesure de démontrer, sur demande, à l'autorité compétente visée à l'article 20 que la procédure de sélection a été organisée de manière équitable.

Le comité d'audit est chargé de la procédure de sélection visée au premier alinéa.

Aux fins du point a) du premier alinéa, l'autorité compétente visée à l'article 20, paragraphe 1, publie une liste des contrôleurs légaux des comptes et cabinets d'audit concernés qui est mise à jour chaque année. L'autorité compétente utilise les informations fournies par les contrôleurs légaux des comptes et cabinets d'audit en vertu de l'article 14 pour effectuer les calculs nécessaires.

---

<sup>143</sup> Art. L. 823-1, I c. com.



Face à l'inflation des prérogatives attribuées au comité d'audit et à l'importance cruciale des missions qu'il lui revient d'assumer, il n'est guère étonnant d'avoir vu le régime de sa responsabilité évoluer au fil du temps. Cette dernière demeurait initialement en retrait derrière celle du conseil d'administration ou de surveillance : dès la fin des années 60, les dispositions réglementaires de la loi sur les sociétés commerciales énonçaient que les comités du conseil « exercent leur activité sous sa responsabilité<sup>144</sup> ». Lors de l'introduction du comité d'audit au sein du Code de commerce en 2008, cette structure fut explicitement décrite comme « agissant sous la responsabilité exclusive et collective » des organes d'administration et de surveillance<sup>145</sup>. Mais tant la spécificité que l'importance des fonctions exercées par le comité d'audit rendaient cette solution assez surprenante, et il est vrai difficilement tenable. Cette formulation était d'ailleurs interprétée par la doctrine comme relevant davantage du sens commun que du sens juridique<sup>146</sup> ; quant au groupe de travail sur le comité d'audit réuni spécialement sous l'égide de l'AMF, il tenait la formulation pour contestable à l'aune du principe de responsabilité individuelle des membres des conseils et de l'absence de responsabilité collégiale<sup>147</sup>. On comprend dans cette mesure que le législateur est intervenu pour amender la rédaction de ces textes polémiques : les termes « exclusive et collective » ont été biffés de l'art. L. 823-19 puis de l'art. L. 823-16 du Code de commerce<sup>148</sup>. L'équivoque qui pouvait encore demeurer quant à une responsabilité spécifique pesant sur chaque membre du comité d'audit s'est donc dissipée, corrélant ainsi la progressive montée en puissance légale de cet organe sociétaire.

En guise de bilan à cette dense présentation chronologique de la promotion normative française et communautaire du comité d'audit, on peut véritablement s'interroger sur ce qu'il reste aujourd'hui aux recommandations du code français de gouvernance. Très peu de choses à dire vrai, si ce n'est la recommandation d'une part plus importante de compétence et d'indépendance au sein du comité d'audit. En effet, selon l'art. 15.1 du code AFEP – MEDEF : « Les membres [sous-entendu tous les membres] du comité d'audit doivent avoir une compétence financière ou comptable. La part des administrateurs indépendants dans le comité d'audit, doit être au moins de deux tiers ». Au-delà de ces préconisations, on se prend à imaginer que le point 15 du code, consacré au « Comité d'audit », puisse être abrogé sans trop de difficulté... Ce faisant, la promotion normative du comité d'audit serait parfaite, perspective qui n'a pas, ceci étant, toujours reçu les faveurs de nos interlocuteurs :

**Extrait de l'entretien avec l'IFA<sup>149</sup>, jeudi 11 mai 2017<sup>150</sup> :**

**(A. M.) :** Le code est général dans son expression et ses principes tandis qu'une loi et ses décrets d'application rentrent nécessairement dans le détail. Par exemple, la loi de la réforme de l'audit et de la mission du comité d'audit. S'agissant des missions de "service non-audit", le comité d'audit doit maintenant lui-même donner son feu vert sur toute opération de ce type, quel que soit son montant... On arrive vraiment à des choses absurdes... Alors que la *soft law* aurait pu être bien plus souple, fondée sur des grands principes de prudence et de diligence et adaptée aux entreprises et au contexte.

<sup>144</sup> Art. R. 225-29, al. 2 et R. 225-56, al. 2 c. com.

<sup>145</sup> Anc. art. L. 823-16, al. 1<sup>er</sup> et L. 823-19, al. 1<sup>er</sup> c. com.

<sup>146</sup> Elle aurait rappelé simplement que les comités, et spécialement le comité d'audit, sont institués sous l'égide du conseil, cf. Mangenet (D.), Martin (J.-Y.), Robine (D.), « Comité d'audit : une consécration entourée d'incertitudes », *Dr. sociétés* 2010, n° 1, études n° 2, pp. 10-14, spéc. n° 25, p. 13 ; *adde*, Le Cannu (P.), Dondéro (B.), « Les comités d'audit », in Couret (A.), Le Nabasque (H.), *Les défis actuels du droit des affaires*, Joly éd., 2010, pp. 191-205, spéc. n° 36, p. 204 : « On peut se demander si l'ordonnance n'en a pas usé [i.e. de l'expression responsabilité exclusive et collective] pour libérer les membres des comités de la peur de mal faire » ; Le Cannu (P.), « A propos de la responsabilité "exclusive et collective" des administrateurs et des membres du conseil de surveillance », *RJC* 2009, n° 6, pp. 353-360.

<sup>147</sup> AMF, *Rapport final sur le comité d'audit*, Juillet 2010, p. 13 et s.

<sup>148</sup> Respectivement par l'art. 31 de la loi n° 2016-1249 du 22 octobre 2016, et par l'art. 140 de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016.

<sup>149</sup> Institut Français des Administrateurs.

<sup>150</sup> V. en annexe 3 pour l'entretien intégral.

## 2) La parité femmes – hommes dans les conseils

En France, les recommandations relatives à la féminisation du conseil dans les sociétés privées cotées sont très récentes à l'échelle de l'histoire de la gouvernance d'entreprise. Les premières du genre ont été émises par l'Institut Français des Administrateurs (IFA) en 2006, visant un objectif de 20% de présence féminine à horizon 2010 dans les sociétés cotées<sup>151</sup>. Selon les représentants de l'Institut Français des Administrateurs (IFA), elles n'ont quasiment pas été suivies d'effets<sup>152</sup>. Le code AFEP-MEDEF quant à lui a, pour la première fois, envisagé la question de l'équilibre de représentation des deux sexes au sein du conseil d'administration et de surveillance dans sa réforme d'avril 2010 :

### **Point 6.3 Code AFEP-MEDEF (version avril 2010)**

*Chaque conseil doit s'interroger sur l'équilibre souhaitable de sa composition et de celle des comités qu'il constitue en son sein, notamment dans la représentation entre les femmes et les hommes et la diversité des compétences, en prenant des dispositions propres à garantir aux actionnaires et au marché que ses missions sont accomplies avec l'indépendance et l'objectivité nécessaires.*

*Pour parvenir à cet équilibre, l'objectif est que chaque conseil atteigne puis maintienne un pourcentage d'au moins 20 % de femmes dans un délai de trois ans et d'au moins 40 % de femmes dans un délai de six ans, à compter de la publication de la présente recommandation ou de l'admission des titres de la société aux négociations sur un marché réglementé si celle-ci lui est postérieure. Les représentants permanents des personnes morales administrateurs et les administrateurs représentant les salariés actionnaires sont comptabilisés pour établir ces pourcentages, mais non les administrateurs élus par les salariés.*

*Lorsque le conseil est composé de moins de 9 membres, l'écart au terme des six ans entre le nombre des administrateurs de chaque sexe ne peut être supérieur à deux.*

*En outre, les conseils qui ne comprennent à ce jour aucune femme doivent proposer la nomination d'un administrateur de sexe féminin au plus tard lors de la deuxième assemblée suivant la publication de la recommandation, soit par la désignation d'un nouvel administrateur, soit par le remplacement d'un administrateur dont le mandat vient à échéance.*

L'apparition de cette recommandation dans le code de gouvernance français, préconisant « un pourcentage d'au moins 20% de femmes » à horizon avril 2013, puis « d'au moins 40 % » à horizon avril 2016, intervient donc peu de temps après l'obligation pour les sociétés cotées de mettre en œuvre le principe de *comply or explain*. Mais le diptyque incitation – réputation qui caractérise le *comply or explain* n'aura eu que très peu l'occasion de prouver ses mérites en France, dans la mesure où il devait être supplanté très rapidement par un dispositif légal d'ordre public instauré par la loi du 27 janvier 2011<sup>153</sup>, loi qui reprend les seuils inscrits dans le code AFEP-MEDEF quelques mois auparavant, et instaure un régime de transition vers l'objectif obligatoire de 40% de femmes au sein des conseils à horizon 2017. Le dispositif "dur" de la loi de 2011 n'a donc fait que décaler d'une année la réalisation d'objectifs déjà fixés à des niveaux identiques par les recommandations de gouvernance : l'exigence de 20% d'administrateurs de chaque sexe n'est entrée en vigueur qu'après la première assemblée générale ordinaire de 2014<sup>154</sup>, tandis que l'exigence de 40% est entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2017<sup>155</sup>,

<sup>151</sup> IFA, « Comment favoriser la mixité au sein des conseils », juin 2006.

<sup>152</sup> M.-J. Zimmermann, *L'accès des femmes aux responsabilités dans l'entreprise*, AN, Rapport d'activité pour 2009, n° 2125, 1<sup>er</sup> décembre 2009, p. 96 et s. ; audition de M. Daniel Lebègue, Président de l'Institut Français des Administrateurs (IFA) et de Mme Agnès Touraine, administrateur de société et membre du conseil d'administration de l'IFA.

<sup>153</sup> Loi n° 2011-103 du 27 janvier 2011.

<sup>154</sup> V. art. 5, II de la loi n° 2011-103 du 27 janvier 2011.

<sup>155</sup> V. art. 5, I de la loi n° 2011-103 du 27 janvier 2011.

étant précisé que lorsque le conseil d'administration est composé au plus de huit membres, l'écart entre le nombre des administrateurs de chaque sexe ne peut être supérieur à deux.

Considérant cet enchaînement normatif, il est difficile d'analyser les effets qu'aura eu l'introduction de la recommandation dans le code de gouvernance en 2010, la loi s'étant substituée au dispositif d'autorégulation dans un laps de temps très court. Toutefois, on a pu *a minima* observer le déclenchement d'une tendance à l'amélioration du taux de présence des femmes consécutivement à l'intégration de la nouvelle recommandation dans le référentiel AFEP-MEDEF<sup>156</sup>. Ainsi, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) constate, aux lendemains de la réforme du code AFEP-MEDEF : « - à l'issue des assemblées générales 2010, la proportion de femmes au sein des conseils des sociétés de l'échantillon s'élèvera à environ 13% et à plus de 15% pour les sociétés du CAC 40. En outre, plus de 15% des sociétés de l'échantillon disposeront de 20% ou plus de femmes dans leurs conseils contre environ 10% avant la tenue des assemblées générales. S'agissant des sociétés du CAC 40 figurant dans l'échantillon, ce ratio s'élève à plus de 25% contre environ 15% au 31 décembre 2009<sup>157</sup> ». Au vu de ces statistiques, les mérites de l'autorégulation ne peuvent être déniés. Par l'adoption de la loi du 27 janvier 2011 promouvant l'équilibre des sexes dans les conseils, le législateur français a pourtant entendu dépasser la mise en œuvre volontaire et non sanctionnée de la parité dans les conseils.

Ce dispositif légal n'est pas seulement innovant eu égard à l'obligation qu'il impose de respecter des quotas de genre au sein des conseils ; il l'est aussi eu égard à son champ d'application. En effet, le législateur a souhaité dépasser le seul spectre des sociétés cotées et appliquer l'obligation de parité aux sociétés de taille importante. Dès 2011, la loi a donc prévu que l'obligation d'atteindre le quota de 40% à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2017 devait aussi s'appliquer aux sociétés qui, durant trois exercices consécutifs, emploient un nombre moyen d'au moins cinq cents salariés permanents et présentent un montant net de chiffre d'affaires ou un total de bilan d'au moins 50 millions d'euros. Si bien que dans sa version actuelle, le Code de commerce dispose :

**Article L. 225-18-1, al. 1<sup>er</sup> c. com.**<sup>158</sup>

*La proportion des administrateurs de chaque sexe ne peut être inférieure à 40 % dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé et, à l'issue de la plus prochaine assemblée générale ayant à statuer sur des nominations, dans les sociétés qui, pour le troisième exercice consécutif, emploient un nombre moyen d'au moins cinq cents salariés permanents et présentent un montant net de chiffre d'affaires ou un total de bilan d'au moins 50 millions d'euros. Dans ces mêmes sociétés, lorsque le conseil d'administration est composé au plus de huit membres, l'écart entre le nombre des administrateurs de chaque sexe ne peut être supérieur à deux.*

Depuis 2014, le seuil de cinq cents salariés s'est abaissé de sorte à intégrer d'avantage de sociétés dans le champ de l'obligation paritaire à l'horizon du 1<sup>er</sup> janvier 2020<sup>159</sup> : le futur art. L. 225-18-1, al. 1<sup>er</sup> c.

---

<sup>156</sup> *Comp.* : « Pour le législateur, le renvoi au code de gouvernement d'entreprise rencontre trop de limites ; ainsi, selon le principe fondamental du gouvernement d'entreprise « *comply or explain* », les recommandations du code peuvent être écartées lorsque la société l'estime préférable pour sa gestion dès lors qu'elle s'en explique. Aux yeux d'un grand nombre de parlementaires, cette autorégulation ne permettait pas d'atteindre le but recherché », in Redenius-Hoevermann (J.), Weber-Rey (D.), « La représentation des femmes dans les conseils d'administration et de surveillance en France et en Allemagne », *Rev. sociétés* 2011, n° 4, pp. 203-211, spéc. n° 9, p. 205.

<sup>157</sup> AMF, *Rapport 2010 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants*, 12 juillet 2010, spéc. p. 4 et s. ; pour un constat statistique similaire, cf. AFEP-MEDEF, *3<sup>ème</sup> rapport annuel sur le code AFEP-MEDEF – Exercice 2010*, nov. 2010, p. 19.

<sup>158</sup> Pour les dispositions applicables aux sociétés anonymes à conseil de surveillance et aux sociétés en commandite par actions, rédigées en des termes identiques, v. respectivement les art. L. 225-69-1, al. 1<sup>er</sup> et L. 226-4-1, al. 1<sup>er</sup> c. com.

<sup>159</sup> Art. 67, III de la loi n° 2014-873 du 4 août 2014 *pour l'égalité réelle entre les femmes et les hommes*.

com. énoncera en ce sens un seuil d'effectifs moyen d'au moins deux cent cinquante salariés permanents.

La question des sanctions spécifiques qui devaient accompagner ce dispositif de parité a été disputée. Les tergiversations auxquelles la proposition de loi française a donné lieu illustrent les difficultés à accorder la force contraignante de la loi avec la protection des intérêts légitimes de l'entreprise, intérêts qu'un législateur ne saurait ignorer. Il avait été initialement envisagé de frapper de nullité les délibérations du conseil indûment composé, de par cette idée qu'un vice dans la composition du conseil rejaillit sur les décisions prises par cet organe<sup>160</sup>. Une telle sanction, radicale, aurait provoqué une grande fragilité des décisions de l'entreprise relevant de la compétence du conseil. Par exemple, le conseil indûment composé n'aurait pu valablement procéder à la désignation du dirigeant exécutif de la société ; délice du droit des nullités, les actes pris par ce même dirigeant n'auraient-ils pas également eu à souffrir d'un vice consubstantiel... ? Seule la bonne foi des tiers aurait alors permis d'éviter une telle perspective<sup>161</sup> ; mais les actes internes, organisationnels, pour tout dire de nature institutionnelle, auraient vu en revanche planer au-dessus de leur tête une véritable épée de Damoclès... Cette solution, que certains ont pu estimer « aussi aberrante qu'archaïque<sup>162</sup> », n'était pas envisageable, si bien que le législateur devait limiter les effets de la nullité de la nomination litigieuse d'administrateurs ou de membres de conseil ressortissant du mauvais sexe :

**Article L. 225-18-1, al. 2 c. com.**<sup>163</sup>

*Toute nomination intervenue en violation du premier alinéa et n'ayant pas pour effet de remédier à l'irrégularité de la composition du conseil est nulle. Cette nullité n'entraîne pas celle des délibérations auxquelles a pris part l'administrateur irrégulièrement nommé.*

La France a donc totalement su désamorcer les effets néfastes qu'aurait emportés une nullité de la délibération du conseil. A titre complémentaire, la France a également prévu la suspension du versement des jetons de présence de tous les administrateurs tant que la composition du conseil n'est pas conforme aux dispositions légales ; suspension temporaire mais non définitive, car ces jetons sont reversés de manière rétroactive dès que l'équilibre de représentation des deux sexes satisfait aux conditions posées par la loi :

**Article L. 225-45, al. 2 c. com.**<sup>164</sup>

*Lorsque le conseil d'administration n'est pas composé conformément au premier alinéa de l'article L. 225-18-1, le versement de la rémunération prévue au premier alinéa du présent article est suspendu. Le versement est rétabli lorsque la composition du conseil d'administration devient régulière, incluant l'arriéré depuis la suspension.*

---

<sup>160</sup> Sur ce dispositif de sanction retenu lors de l'adoption de la proposition de loi française en première lecture le 20 janvier 2010, cf. Barbièri (J.-F.), « Parité sexuelle obligatoire dans la composition des conseils : le problème des sanctions », *Bull. Joly* 2010, n° 5, pp. 508-509. Le texte visait précisément la nullité des délibérations « auxquelles ont pris part le ou les membres du conseil dont la nomination est irrégulière ».

<sup>161</sup> Cf. art. L. 235-12 c. com. : « Ni la société ni les associés ne peuvent se prévaloir d'une nullité à l'égard des tiers de bonne foi ».

<sup>162</sup> F.-X. Lucas, « Femmes... Je vous aime... - Réponse à la réponse de Philippe Reigné au sujet de la proposition visant à assurer la parité dans les conseils d'administration », *JCP E* 2010, n° 7, 1170, pp. 32-33, spéc. n° 7, p. 33.

<sup>163</sup> Pour les dispositions applicables aux sociétés anonymes à conseil de surveillance et aux sociétés en commandite par actions, rédigées en des termes identiques, v. respectivement les art. L. 225-69-1, al. 2 et L. 226-4-1, al. 2 c. com.

<sup>164</sup> Pour les dispositions applicables aux sociétés anonymes à conseil de surveillance, rédigées en des termes identiques, v. l'art. L. 225-83, al. 2 c. com.

Au total, durant le processus d'acclimatation du droit français à la parité dans les conseils des sociétés cotées privées, les recommandations de gouvernance n'auront été qu'un épiphénomène. Elles n'auront eu le temps d'exister que quelques mois, rapidement supplantées par une réglementation d'ordre public. A l'échelle de l'Union Européenne, la promotion normative de l'équilibre des sexes dans les conseils semble plus laborieuse. Les premières initiatives en la matière datent de 2010, à l'occasion de l'adoption par la Commission Européenne de sa nouvelle « Stratégie pour l'égalité entre les femmes et les hommes (2010-2015) »<sup>165</sup>. Marqué d'un volontarisme politique important de la part du principal promoteur de la féminisation des conseils, le commissaire Viviane Reding, l'objectif consiste à dépasser « l'autorégulation » accusée d'un manque d'efficacité :

*« Je souhaite, dans les douze prochains mois, donner une dernière chance à l'autorégulation. J'invite les entreprises à faire preuve de créativité, pour que les régulateurs n'aient pas à devenir créatifs. Ce qui compte pour moi, c'est le résultat. Mon objectif est de porter la présence des femmes au sein des conseils d'entreprises des principales sociétés cotées en bourse en Europe à 30 % d'ici à 2015 et à 40 % d'ici à 2020 »*<sup>166</sup>

Cette initiative de la Commission européenne reçut un soutien exprès du Parlement européen dans une résolution du 6 juillet 2011<sup>167</sup>. Une date butoir était donc fixée avec les entreprises, qui bénéficiaient d'une année pour améliorer significativement la représentation des femmes au sein de leurs conseils... Bien entendu, vu un tel délai, le constat et les conclusions que devait tirer la Commission en Mars 2012 dans son « rapport de suivi » étaient on ne peut plus prévisibles :

*« Entre octobre 2010 et janvier 2012, des progrès sans précédent ont été réalisés en matière d'équilibre hommes-femmes au sein des plus hauts organes décisionnels dans les entreprises. Cette évolution s'explique probablement par un renforcement du débat public lancé par les appels à l'action de la Commission et du Parlement européen, auxquels certains États membres ont emboîté le pas en entreprenant des démarches concrètes afin d'accélérer le changement.*

*Néanmoins, le présent rapport montre que les avancées restent très limitées. En janvier 2012, le nombre moyen de membres féminins au sein des conseils d'administration et/ou de surveillance des principales sociétés cotées dans l'UE s'élevait à 13,7 %, contre 11,8 % en 2010. Par ailleurs, en janvier 2012, on dénombrait seulement 3,2 % de présidentes contre 3,4 % en 2010.*

*La tendance générale n'affiche pas d'amélioration significative. À ce jour, seules 24 entreprises au sein de l'UE ont signé la déclaration « Davantage de femmes dans les conseils d'administration, une promesse pour l'Europe » et se sont engagées à atteindre des objectifs quantitatifs. Si les progrès se poursuivaient au même rythme que celui de ces dernières années, il faudrait plus de 40 ans pour arriver à un équilibre hommes femmes au sein des plus hauts organes décisionnels des entreprises (au minimum 40 % de chaque sexe).*

*[...]*

*L'UE ne peut plus se permettre de tolérer le déséquilibre systématique entre les hommes et les femmes au plus haut niveau du processus décisionnel économique. La*

---

<sup>165</sup> « Nous devons également veiller à ce que les carrières des femmes ne soient pas entravées par un "plafond de verre". À ce jour, seul un membre sur dix des conseils d'administration des grandes sociétés européennes cotées en bourse est une femme. La Commission européenne collaborera avec le secteur privé afin d'augmenter le nombre de femmes occupant des postes à responsabilité dans le processus de décision économique, par le biais de l'autorégulation ou d'initiatives de l'UE », in Commission européenne, *Stratégie pour l'égalité entre les femmes et les hommes 2010-2015*, septembre 2010, spéc. p. 3.

<sup>166</sup> Reding (V.), à l'occasion du communiqué de presse relatif à la déclaration d'engagement « Davantage de femmes dans les conseils d'administration, une promesse pour l'Europe », 1<sup>er</sup> mars 2011, disponible à l'adresse [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-11-124\\_fr.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-124_fr.htm)

<sup>167</sup> Résolution du Parlement européen (2010/2115(INI)) du 6 juillet 2011 *sur les femmes et la direction des entreprises*.

*mixité au sein des plus hauts organes décisionnels des entreprises contribue à l'amélioration de la gouvernance d'entreprise, sans oublier que les sociétés présentant une proportion plus élevée de femmes à des postes à responsabilité réalisent de bien meilleures performances que leurs concurrentes dépourvues de cet atout. Par ailleurs, les femmes constituent un vivier de talents qualifiés et, si l'on persiste à ne pas les encourager et leur permettre d'exploiter pleinement leurs compétences professionnelles, les performances économiques de l'UE s'en trouveront fortement affectées.*

*Étant donné que les progrès en matière d'équilibre hommes-femmes dans les plus hauts organes décisionnels des entreprises sont limités et que ce phénomène reste une problématique commune à l'ensemble des États membres, la Commission va désormais explorer les options politiques spécifiques afin de renforcer la participation des femmes aux processus décisionnels au niveau européen, comme le prévoit sa Stratégie pour l'égalité entre les femmes et les hommes (2010-2015) »<sup>168</sup>.*

Au moment donc où se profilait la mise en œuvre d'une procédure d'adoption d'un instrument juridique contraignant à l'échelle communautaire, les États membres de l'Union européenne présentaient des situations juridiques fort disparates. Le « rapport de suivi » en offrait un panorama complet<sup>169</sup>. Plusieurs États, dont la France comme il l'a été précédemment indiqué, avaient déjà conjugué féminisation des conseils et réglementations contraignantes, entendues comme juridiquement sanctionnées : la Norvège avait dès 2006 été avant-gardiste en la matière, suivie par la France donc, la Belgique et l'Italie. En revanche, d'autres pays n'avaient pas entendu accompagner leurs mesures légales d'une sanction spécifique, à l'exemple des Pays-Bas, ou encore de l'Espagne. Restaient les États ayant seulement ouvert les débats, mais n'étant pas parvenus jusqu'alors à adopter de dispositif légal ou même réglementaire sur la question. On pense bien entendu à l'Allemagne, dont la vigueur économique semblait jusqu'alors bien s'accommoder de l'absence de règles juridiques en matière de parité au sein des conseils de surveillance... Pour ces pays n'ayant pas fait le choix d'imposer dans leur ordre juridique interne des quotas de genre impératifs et sanctionnés, restait encore ouverte la voie des recommandations de gouvernance, assorties le cas échéant d'un dispositif *comply or explain*, solution dont a vu, au moins pour la France, qu'elle avait produit des effets sur une période courte. Mais les faveurs témoignées par les instances communautaires pour une harmonisation empruntant la voie de la contrainte légale marquent le refus de tenir le pari pascalien du *comply or explain*<sup>170</sup> sur la question de la parité ; les motivations de ce refus sont nettes :

*« Si les mesures volontaires peuvent présenter l'avantage d'être plus souples et de laisser davantage de liberté aux entreprises qui les prennent, elles n'ont pas donné lieu à une nette amélioration de l'équilibre hommes-femmes au sein des plus hautes instances décisionnelles des entreprises. Selon les chiffres, les mesures législatives sont, en revanche, sources d'avancées majeures, en particulier si elles sont assorties de sanctions. En témoignent la législation norvégienne désormais bien implantée, ainsi que les progrès manifestement accélérés en France par l'adoption en 2011 d'une loi fixant des quotas »<sup>171</sup>.*

La Commission Européenne a publié le 14 novembre 2012 sa proposition de directive<sup>172</sup>. Celle-ci comportait un objectif de 40% de personnes du même sexe dans les conseils des sociétés privées

---

<sup>168</sup> Commission Européenne, *Les femmes dans les instances de décision économique au sein de l'UE : rapport de suivi*, Mars 2012, spéc. p. 15.

<sup>169</sup> *Id.*, Annexe 1.

<sup>170</sup> Duhamel (J.-C.), « The "Comply or Explain" Approach as a Pascalian Wager », *Accounting, Economics and Law*, 2015, Vol. 5, Issue 3, pp. 289–293.

<sup>171</sup> Commission Européenne, *op. cit.*, spéc. p. 13.

<sup>172</sup> *Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil relative à un meilleur équilibre hommes-femmes parmi les administrateurs non exécutifs des sociétés cotées en bourse et à des mesures connexes*, 14 novembre 2012, COM(2012) 614 final 2012/299 (COD).

cotées à horizon 2020, mais a laissé aux Etats membres le soin de définir eux-mêmes les « sanctions réprimant les infractions aux dispositions nationales adoptées conformément à la directive », étant précisé que les Etats membres prendraient « toutes les mesures nécessaires pour garantir l'application de ces sanctions » ; le texte ajoute que ces sanctions doivent être « effectives, proportionnées et dissuasives », et énonce qu'elles « peuvent comporter » les mesures suivantes : amendes administratives ou nullité des nominations intervenues en violation du quota<sup>173</sup>. Le fait que le droit européen n'ait pas entendu directement sanctionner l'objectif de 40% était la condition nécessaire pour obtenir un consensus au sein même de la Commission<sup>174</sup>. Le Parlement Européen, quant à lui, s'est montré plus exigeant sur cette question de la sanction : la proposition de la Commission a été votée, en 1<sup>ère</sup> lecture, le 20 novembre 2013, avec un renforcement des exigences vis-à-vis des Etats membres. Voici l'état actuel du texte<sup>175</sup>, tel qu'il est encore en discussion au Conseil de l'Union Européenne<sup>176</sup> :

#### **Article 6**

##### **Sanctions**

1. Les États membres définissent un régime de sanctions réprimant les infractions aux exigences d'ouverture et de transparence de la procédure énoncées à l'article 4, paragraphe 1, et prennent toutes les mesures nécessaires pour garantir l'application de ces sanctions.
2. Ces sanctions doivent être effectives, proportionnées et dissuasives et comportent au moins<sup>177</sup> les mesures suivantes :
  - a) amendes administratives ;
  - a bis) exclusion des appels d'offres publics ;
  - a ter) exclusion partielle des financements des Fonds structurels de l'Union ;
  - b) une déclaration d'un organe judiciaire constatant la nullité ou prononçant l'annulation de la nomination ou de l'élection des administrateurs non exécutifs qui a eu lieu en violation des dispositions nationales adoptées en vertu de l'article 4, paragraphe 1.

---

<sup>173</sup> Cf. art. 6 de la proposition précitée.

<sup>174</sup> « Femmes en entreprises : Bruxelles opte pour un quota édulcoré », *Le Monde Economie*, 14 novembre 2012.

<sup>175</sup> Résolution législative du Parlement européen du 20 novembre 2013 sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative à un meilleur équilibre hommes-femmes parmi les administrateurs non exécutifs des sociétés cotées en bourse et à des mesures connexes (COM(2012)0614 — C7-0382/2012 — 2012/0299(COD)) ; disponible à l'adresse :

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52013AP0488>.

<sup>176</sup> Dernière réunion en date sur les trois tenues sur le sujet : 15 juin 2017 ; lors de sa deuxième réunion, le 11 novembre 2014, « le Conseil n'a pas été en mesure de dégager une orientation générale sur le projet de directive visant améliorer l'équilibre entre les sexes dans les conseils d'administration », v. <http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/summary.do?id=1371523&t=e&l=fr>.

<sup>177</sup> Souligné par nos soins.

### 3) Le Say on Pay

L'histoire de l'introduction en droit français d'un vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, autrement dénommé « *say on pay* », illustre les hésitations du législateur entre réglementation "dure" et autorégulation en matière de gouvernance d'entreprise. L'idée même du *say on pay* a progressivement germé en France à partir de l'année 2012, suite à la volonté affichée du gouvernement nouvellement nommé de présenter une réforme visant à moraliser et encadrer la rémunération des dirigeants<sup>178</sup>. En août 2012, la direction générale du Trésor lançait une consultation sur le sujet<sup>179</sup>, laquelle devait être suivie, en 2013, du rapport Clément-Houillon proposant de modifier la loi de telle sorte à reconnaître à l'assemblée générale des actionnaires un droit de vote sur les rémunérations<sup>180</sup>. Pour sa part, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) s'était également déclarée favorable « à ce que soit envisagé un vote consultatif des actionnaires sur la politique de rémunération des dirigeants mandataires sociaux »<sup>181</sup>. Il paraissait donc vraisemblable, en ce début d'année 2013, que le *say on pay* allait être introduit dans le régime légal des sociétés cotées<sup>182</sup>. Cependant, en mai 2013, le gouvernement annonçait un abandon du projet de loi<sup>183</sup>. Un tel revirement n'était pas le premier en la matière, le législateur ayant déjà, quelques années auparavant, renoncé à adopter un texte attribuant aux actionnaires une compétence en matière de rémunération des dirigeants<sup>184</sup> ; le rejet de la proposition de loi avait à l'époque été principalement justifié par l'argument selon lequel « la souveraineté de l'assemblée générale déresponsabiliserait le conseil d'administration ou de surveillance, notamment au regard de la notion d'intérêt général de l'entreprise auquel les rémunérations doivent correspondre »<sup>185</sup>. L'abandon du projet de loi de 2013 avait cette fois-ci pour motivation, ou pour contrepartie, l'appel à un renforcement du code de gouvernement d'entreprise. Selon les propos du ministre de l'économie de l'époque :

*« Notre but est d'éviter de figer des règles dans la loi, quand celles-ci sont amenées à évoluer sans cesse dans un environnement international mouvant. Nous préférons miser sur une autorégulation exigeante. [...] Dans cet esprit, la présidente du MEDEF et le président de l'AFEP se sont engagés à présenter rapidement un renforcement ambitieux de leur code de gouvernance »<sup>186</sup>.*

L'AFEP et le MEDEF ont alors révisé leur code de gouvernement d'entreprise en juin 2013, y introduisant le mécanisme du *say on pay* sous la forme d'un vote consultatif et *a posteriori* des actionnaires portant sur les rémunérations individuelles des dirigeants exécutifs :

---

<sup>178</sup> Compte rendu du Conseil des ministres, 13 juin 2012, disponible sur :

[www.elysee.fr/conseils-des-ministres/article/compte-rendu-du-conseil-des-ministres-du-mercredi-13-juin-201/](http://www.elysee.fr/conseils-des-ministres/article/compte-rendu-du-conseil-des-ministres-du-mercredi-13-juin-201/).

<sup>179</sup> François (B.), « Consultation sur la rémunération des dirigeants d'entreprise », *Rev. sociétés* 2012, n° 10, pp. 598-600.

<sup>180</sup> Rapport de Clément (J.-M.) et Houillon (P.) du 20 février 2013 *sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises*, AN, n° 737, p. 104.

<sup>181</sup> AMF, *Rapport 2012 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants*, 11 octobre 2012, point 3.3.2, spéc. p. 32 ; François (B.), « Recommandation n° 2012-14 - Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2013, n° 1, p. 66-68, p. 66.

<sup>182</sup> Dermarguerian (D.), Delaporte (C.), « Vers un projet d'introduction du *say on pay* en France », *Option Finance* 2013, n° 1217, p. 38.

<sup>183</sup> Delpech (X.), « Rémunération des dirigeants : abandon de la voie législative », *D.* 2013, n° 20, p. 1347 ; Dondéro (B.), « Après tout, faites comme bon vous semble... », *Gaz. Pal.* 29 juin 2013, n° 180, p. 3.

<sup>184</sup> Proposition de loi déposée par François Sauvadet, Charles de Courson et les membres du groupe Nouveau Centre le 13 mai 2009, *visant à démocratiser le mode de fixation des rémunérations des mandataires sociaux dans les sociétés anonymes*, AN, n° 1671.

<sup>185</sup> Rapport de Charles de Courson du 16 juin 2009 *sur la proposition de loi de M. François Sauvadet et plusieurs de ses collègues, visant à démocratiser le mode de fixation des rémunérations des mandataires sociaux dans les sociétés anonymes*, AN, n° 1737, spéc. p. 31 et s.

<sup>186</sup> « Pierre Moscovici : Pas de loi sur la rémunération des patrons », *Les Échos*, 23 mai 2013.



### Ancien art. 24.3 du code AFEP-MEDEF

*Le conseil doit présenter à l'assemblée générale ordinaire annuelle la rémunération des dirigeants mandataires sociaux. Cette présentation porte sur les éléments de la rémunération due ou attribuée au titre de l'exercice clos à chaque dirigeant mandataire social :*

*la part fixe ;*

*la part variable annuelle et, le cas échéant, la partie variable pluriannuelle avec les objectifs contribuant à la détermination de cette part variable ;*

*les rémunérations exceptionnelles ;*

*les options d'actions, les actions de performance et tout autre élément de rémunération de long terme ;*

*les indemnités liées à la prise ou à la cessation des fonctions ;*

*le régime de retraite supplémentaire ;*

*les avantages de toute nature.*

*Cette présentation est suivie d'un vote consultatif des actionnaires. Il est recommandé de présenter au vote des actionnaires une résolution pour le directeur général ou le président du directoire et une résolution pour le ou les directeurs généraux délégués ou les autres membres du directoire. Lorsque l'assemblée générale ordinaire émet un avis négatif, le conseil, sur avis du comité des rémunérations, délibère sur ce sujet lors d'une prochaine séance et publie immédiatement sur le site internet de la société un communiqué mentionnant les suites qu'il entend donner aux attentes exprimées par les actionnaires lors de l'assemblée générale.*

La voie de la *soft law* ne pouvait amener qu'à ce vote consultatif de l'assemblée générale, donc non contraignant. Une recommandation de gouvernance ne pouvait remettre en cause des prérogatives organiques déterminées par la loi de manière impérative ; le conseil demeurait donc bel et bien l'instance souveraine des débats concourant à la détermination des principes et montants de la rémunération octroyée aux dirigeants<sup>187</sup>, conformément aux art. L. 225-47, al. 1<sup>er</sup> et L. 225-53, al. 3 c. com. En cas de vote désapprouvateur des actionnaires, le conseil, éclairé d'un avis du comité des rémunérations, n'était appelé à délibérer qu'à l'occasion d'une séance ultérieure et à publier les enseignements qu'il tirait, discrétionnairement, de la défiance de l'assemblée générale. Le caractère consultatif de *say on pay* a été critiqué par une partie de la doctrine qui trouvait regrettable que le refus d'approbation n'eût pas d'incidence sur la décision ayant fixé la rémunération<sup>188</sup> ; selon certains auteurs, la loi stricte aurait dû être privilégiée, en tant que « meilleur moyen d'imposer la morale aux acteurs qui en sont dépourvus<sup>189</sup> ».

Même si les premiers résultats de l'application du *say on pay* ont pu être considérés comme satisfaisants, les actionnaires se montrant d'une année sur l'autre plus « vigilants sur le contenu des résolutions »<sup>190</sup>, une vive polémique rejaillit en 2016 quant à l'efficacité de ce vote consultatif. Le versement, contre l'avis des actionnaires, de la rémunération des dirigeants de Renault et d'Alstom<sup>191</sup>, suscita l'opprobre de l'opinion publique en même temps qu'il scellait le passage à un *say on pay* contraignant inscrit dans la loi. Il n'aura donc fallu qu'un ou deux scandales pour remettre en cause l'efficacité du code de gouvernance sur cette matière. En réaction, de sorte à circonscrire ce nouvel

<sup>187</sup> Germain (M.), Magnier (V.), Noury (M.-A.), « La gouvernance des sociétés cotées », *JCP E* 2013, n° 47, 1638, pp. 18-37, p. 26.

<sup>188</sup> Schmidt (D.), « Repenser la responsabilité des administrateurs ? La responsabilité versus rémunération des administrateurs », *RTDF* 2013, n° spécial, pp. 134-135, p. 135 ; Cuzacq (N.), « De l'éthique de la rémunération à la rémunération éthique du dirigeant », *Bull. Joly* 2013, n° 10, pp. 673-687, p. 680.

<sup>189</sup> Viandier (A.), « L'avis consultatif de l'assemblée des actionnaires sur la rémunération des dirigeants sociaux », *JCP E* 2013, n° 29, 1416, pp. 22-29, spéc. p. 29.

<sup>190</sup> HCGE, *Rapport d'activité*, octobre 2015, spéc. p. 21.

<sup>191</sup> « La rémunération de Carlos Ghosn passe très mal », *Le Monde*, 30 avril 2016 ; « Renault décrédibilise le *say on pay* à la française », *Option Finance*, 17 mai 2016.

incendie auquel le thème de la rémunération des dirigeants était en proie, et probablement pour répondre à la menace d'adoption d'une loi contraignante proférée par le président Hollande en personne<sup>192</sup>, l'AFEP et le MEDEF œuvrèrent dans l'urgence à améliorer leur recommandation dans le code de gouvernance. Fut alors recommandé de procéder à un vote « impératif », qualificatif qui sied mal à un code non-contraignant, sur les éléments de la rémunération due ou attribuée au titre de l'exercice clos ; dans sa dernière version de novembre 2016, le code AFEP-MEDEF dispose ainsi :

**Point 26.2 du Code AFEP-MEDEF, version révisée en novembre 2016**

*Cette présentation [de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux portant sur les éléments de la rémunération due ou attribuée au titre de l'exercice clos à chaque dirigeant mandataire social] est suivie d'un vote impératif des actionnaires. Il est recommandé de présenter au vote des actionnaires :*

- une résolution pour le directeur général ou le président du directoire ;
- une résolution pour le président du conseil d'administration ou le président du conseil de surveillance ;
- une résolution pour le ou les directeurs généraux délégués ou les autres membres du directoire.

*Lorsque l'assemblée générale ordinaire émet un avis négatif, le conseil doit se réunir dans un délai raisonnable après l'assemblée générale et examiner les raisons de ce vote et les attentes exprimées par les actionnaires.*

*Après cette consultation et sur les recommandations du comité des rémunérations, le conseil statue sur les modifications à apporter à la rémunération due ou attribuée au titre de l'exercice clos ou à la politique de rémunération future. Il publie immédiatement sur le site internet de la société un communiqué mentionnant les suites données au vote de l'assemblée générale et en fait rapport lors de l'assemblée suivante.*

Las ! Cette nouvelle recommandation ne permit pas d'échapper à la loi dure. Un point de non-retour dans l'opinion publique, et donc chez les gouvernants, avait vraisemblablement dû être atteint... La loi du 9 décembre 2016, dite loi « Sapin II »<sup>193</sup>, a donc introduit un régime strict et obligatoire dans le Code de commerce, un régime de « *say on pay* coercitif<sup>194</sup> » qui entérine un vote *ex ante* et *ex post* des actionnaires.

L'article L. 225-37-2 c. com., pour les sociétés anonymes à conseil d'administration, et L. 225-82-2 c. com., pour les sociétés à conseil de surveillance, créent l'obligation de vote *ex ante* visant à l'approbation de la politique de la rémunération proposée par le conseil<sup>195</sup> :

**Art. L. 225-37-2 et L. 225-82-2 c. com.**

*Dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, les principes et les critères de détermination, de répartition et d'attribution des éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature, attribuables aux président, directeurs généraux ou directeurs généraux délégués [membres du directoire, ou au directeur général unique, et aux membres du conseil de surveillance], en raison de leur mandat, font l'objet d'une résolution soumise au moins chaque année à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires dans les conditions prévues à l'article L. 225-98 et au deuxième à avant-dernier alinéas du présent article.*

<sup>192</sup> « Salaires des grands dirigeants : Hollande menace le patronat de légiférer », *Capital*, 17 mai 2016.

<sup>193</sup> Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

<sup>194</sup> Portier (P.), « L'encadrement des rémunérations des dirigeants de sociétés cotées dans la loi Sapin 2 », *Bull. Joly* 2017, n° 1, pp. 81-88, spéc. n° 2.

<sup>195</sup> Régime précisé par le décret n° 2017-340 du 16 mars 2017 relatif à la rémunération des dirigeants et des membres des conseils de surveillance des sociétés anonymes cotées, créant les nouveaux art. R. 225-29-1 et R. 225-56-1 c. com. ; v. François (B.), « Rémunération des dirigeants : publication de décret d'application de la loi "Sapin 2" », *Rev. sociétés* 2017, n° 4, pp. 257-259.

*Les projets de résolution établis par le conseil d'administration en application du premier alinéa du présent article sont présentés dans le rapport prévu au dernier alinéa de l'article L. 225-37<sup>196</sup>. Ce rapport détaille les éléments de rémunération mentionnés au premier alinéa du présent article et précise que le versement des éléments de rémunération variables et exceptionnels est conditionné à l'approbation par une assemblée générale ordinaire des éléments de rémunération de la personne concernée dans les conditions prévues à l'article L. 225-100.*

*L'approbation de l'assemblée générale est requise pour toute modification des éléments mentionnés au premier alinéa du présent article et à chaque renouvellement du mandat exercé par les personnes mentionnées au même premier alinéa.*

*Si l'assemblée générale n'approuve pas la résolution, les principes et critères précédemment approuvés dans les conditions prévues aux trois premiers alinéas du présent article continuent de s'appliquer. En l'absence de principes et critères approuvés, la rémunération est déterminée conformément à la rémunération attribuée au titre de l'exercice précédent ou, en l'absence de rémunération attribuée au titre de l'exercice précédent, conformément aux pratiques existant au sein de la société.*

Aux termes de cet article, la politique de rémunération doit dorénavant faire l'objet d'un vote annuel dans le cadre de la présentation des comptes et du rapport de gestion. Le vote des actionnaires porte sur les principes et les critères de détermination, de répartition et d'attribution des éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature attribuables aux président, directeur général, directeurs généraux délégués des sociétés anonymes de type moniste, et aux membres du directoire, directeur général unique, et membres du conseil de surveillance des sociétés anonymes dualistes<sup>197</sup>. En cas de vote négatif, les conseils établissent provisoirement les rémunérations du prochain exercice sur la base de la politique de rémunération en cours en attendant de soumettre à la prochaine assemblée générale une nouvelle proposition.

La réforme introduit également, dans de nouveaux alinéas figurant à l'art. L. 225-100 c. com., un vote *ex post* de l'assemblée générale dont l'objet est d'approuver les versements opérés sur la base de la politique de rémunération votée précédemment par ces mêmes actionnaires :

**Art. L. 225-100, II c. com.**

*Dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, lorsqu'une assemblée générale a statué sur des principes et critères dans les conditions prévues aux articles L. 225-37-2 ou L. 225-82-2, l'assemblée générale statue sur les éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature versés ou attribués au titre de l'exercice antérieur par des résolutions distinctes pour le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, le directeur général, les directeurs généraux délégués, ou pour le président du directoire et les autres membres du directoire ou le directeur général unique.*

*Les éléments de rémunération variables ou exceptionnels dont le versement a été conditionné à l'approbation par une assemblée générale ordinaire, dans les conditions prévues aux mêmes articles L. 225-37-2 ou L. 225-82-2, attribués au titre de l'exercice écoulé au président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance, au directeur général, au président du directoire ou directeur général unique, aux directeurs généraux délégués ou aux autres membres du directoire ne peuvent être versés qu'après approbation de la*

---

<sup>196</sup> Ledit rapport est le nouveau « rapport sur le gouvernement d'entreprise » joint au rapport annuel de gestion du conseil d'administration, créé par l'ordonnance n° 2017-1162 du 12 juillet 2017, et contenant également la déclaration annuelle de gouvernance (*comply or explain*). Préalablement, la loi « Sapin II » visait « un rapport » autonome joint au rapport annuel de gestion.

<sup>197</sup> Mais pas aux membres des conseils d'administration... Pourquoi alors avoir intégré dans cette liste les rémunérations des membres des conseils de surveillance ? Cela se comprend assez peu.

*rémunération par une assemblée générale des éléments de rémunération de la personne concernée dans les conditions prévues au dixième alinéa (sic)<sup>198</sup> du présent article.*

Ce vote *ex post* concerne les éléments fixes, les éléments variables et exceptionnels composant la rémunération ainsi que les avantages de toute nature versés ou attribués aux dirigeants précités<sup>199</sup>. Il s'agit d'un vote contraignant dans la mesure où l'avis défavorable des actionnaires entraîne l'interdiction du versement à chaque mandataire social concerné des rémunérations variables et exceptionnelles attribuées au titre de l'exercice écoulé ; seule la partie fixe de la rémunération continue de relever de la souveraineté du conseil dans la mesure où la désapprobation de l'assemblée générale n'empêche pas le maintien de son versement.

À la suite de cette promotion normative du *say on pay*, le code AFEP-MEDEF devra vraisemblablement être de nouveau modifié, à la fois pour gommer dans sa recommandation ce qui relève dorénavant de dispositions d'ordre public, et pour éventuellement apporter des précisions aux textes légaux et réglementaires. Mais les ajouts à ce titre pourraient n'être que cosmétiques, vu le caractère particulièrement étoffé des nouvelles dispositions précitées du Code de commerce. Au demeurant, il faudra également composer avec l'ambition des autorités communautaires d'harmoniser un régime du *say on pay* à l'échelle de l'Union européenne.

Les instances européennes se sont en effet intéressées assez tôt à la question du vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants des grandes sociétés. A la suite de son plan d'action en droit des sociétés communiqué en 2003<sup>200</sup>, la Commission européenne a publié une recommandation sur la rémunération des dirigeants ayant pour objectif principal d'améliorer la transparence et de renforcer le contrôle des actionnaires<sup>201</sup> ; y fut notamment préconisée la soumission au vote de l'assemblée générale annuelle de la politique de rémunération des dirigeants<sup>202</sup>. En 2009, le Forum européen du gouvernement d'entreprise recommanda à son tour un vote contraignant ou consultatif des actionnaires sur la politique de rémunération et une plus grande indépendance des administrateurs dans la détermination de cette politique<sup>203</sup>. A l'occasion de son Livre Vert de 2011, la Commission européenne a mené une consultation publique<sup>204</sup>, à l'issue de laquelle une faible majorité des réponses se sont montrées favorables à un vote des actionnaires, tout en précisant que ce vote devait être consultatif<sup>205</sup>. L'instauration d'un tel vote a été à nouveau envisagée dans le plan d'action

---

<sup>198</sup> Aliéna qui n'existe plus dans la nouvelle rédaction de l'art. L. 225-100 c. com... Le gouvernement a en effet repris *in extenso* l'ancienne rédaction de l'article L. 225-100 c. com., issue de la loi « Sapin II » du 9 décembre 2016, faisant fi du toilettage pourtant substantiel apporté à ce texte par sa propre ordonnance n° 2017-1162 du 12 juillet 2017. On lira donc plus sûrement, jusqu'à ce que cette erreur matérielle soit rectifiée, « à l'alinéa précédent » en lieu de « dixième alinéa ».

<sup>199</sup> Mais apparemment pas aux membres du conseil de surveillance, alors même que la politique de rémunération les concernant a dû être approuvée *ex ante*...

<sup>200</sup> Goffaux-Callebaut (G.), « Le plan d'action de la Commission européenne en droit des sociétés : une approche française », *Bull. Joly Sociétés* 2003, pp. 997-1014, p. 997 ; Lecourt (B.), « L'avenir du droit français des sociétés : que peut-on encore attendre du législateur européen ? », *Rev. sociétés* 2004, n° 2, pp. 223-259.

<sup>201</sup> Recommandation de la Commission européenne n° 2004/913/CE du 14 décembre 2004 *encourageant la mise en œuvre d'un régime approprié de rémunération des administrateurs des sociétés cotées*.

<sup>202</sup> *Id.*, point 6.1, p. 6 : « Les actionnaires, en particulier les actionnaires institutionnels, devraient être encouragés à prendre part aux assemblées générales, le cas échéant, et à faire un usage avisé de leur vote concernant la rémunération des administrateurs ».

<sup>203</sup> Tchotourian (I.), « Définition des meilleures pratiques concernant la rémunération des dirigeants sociaux par le Forum européen », *D.* 2009, n° 16, pp. 1076-1077.

<sup>204</sup> Livre vert de la Commission européenne, *Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, 2011, p. 11.

<sup>205</sup> Malecki (C.), « La synthèse des réponses du Livre Vert "Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE" : la *soft law* et la *self-regulation* plébiscitées », *Bull. Joly Sociétés* 2012, n° 2, pp. 94-95.

de la Commission de 2012<sup>206</sup> ; pour la première fois, l'institution communautaire annonçait son intention de procéder à un réexamen de la directive sur les droits des actionnaires de 2007<sup>207</sup>. Deux ans plus tard, une proposition de nouvelle directive fut effectivement publiée, laquelle prévoyait un vote des actionnaires sur la politique de rémunération de l'entreprise et sur le rapport consacré aux rémunérations<sup>208</sup>. Cette solution fut définitivement retenue par l'adoption de la directive 2017/828 du 17 mai 2017<sup>209</sup>, modifiant la directive précitée de 2007, dont le délai de transposition s'achèvera en juin 2019. A l'image du droit français, ce texte prévoit un double mécanisme de vote, *ex ante* et *ex post* :

**Nouvel art. 9 bis, Dir. 2007/36/CE**

1. *Les États membres veillent à ce que les sociétés établissent une politique de rémunération en ce qui concerne les dirigeants et à ce que la politique de rémunération soit soumise au vote des actionnaires lors de l'assemblée générale.*
2. *Les États membres veillent à ce que le vote des actionnaires sur la politique de rémunération lors de l'assemblée générale soit contraignant. Les sociétés ne versent de rémunération à leurs dirigeants que conformément à une politique de rémunération approuvée par l'assemblée générale. Lorsqu'aucune politique de rémunération n'a été approuvée et que l'assemblée générale n'approuve pas la politique proposée, la société peut continuer à rémunérer ses dirigeants conformément aux pratiques existantes et elle soumet une politique de rémunération révisée à l'approbation de la prochaine assemblée générale. Lorsqu'une politique de rémunération approuvée existe et que l'assemblée générale n'approuve pas la nouvelle politique proposée, la société continue à rémunérer ses dirigeants conformément à la politique existante approuvée et elle soumet une politique de rémunération révisée à l'approbation de la prochaine assemblée générale.*
3. *Toutefois, les États membres peuvent prévoir que le vote sur la politique de rémunération exprimé lors de l'assemblée générale est consultatif. Dans ce cas, les entreprises ne versent de rémunération à leurs dirigeants que conformément à une politique de rémunération qui a fait l'objet d'un tel vote lors de l'assemblée générale. Lorsque l'assemblée générale rejette la politique de rémunération proposée, la société soumet une politique révisée au vote de l'assemblée générale suivante.*
4. *Les États membres peuvent autoriser les sociétés, dans des circonstances exceptionnelles, à déroger temporairement à la politique de rémunération, à condition que cette politique prévoie les conditions procédurales en vertu desquelles la dérogation peut être appliquée et précise les éléments de la politique auxquels il peut être dérogé. Les circonstances exceptionnelles visées au premier alinéa ne couvrent que les situations dans lesquelles la dérogation à la politique de rémunération est nécessaire pour servir les intérêts et la pérennité à long terme de la société dans son ensemble ou garantir sa viabilité.*
5. *Les États membres veillent à ce que les entreprises soumettent la politique de rémunération au vote de l'assemblée générale lors de chaque modification importante et, en tout état de cause, au moins tous les quatre ans.*

**Nouvel art. 9 ter, Dir. 2007/36/CE**

4. *Les États membres veillent à ce que l'assemblée générale annuelle dispose du droit de procéder à un vote consultatif sur le rapport sur la rémunération des exercices les plus récents. La société explique, dans le rapport sur la rémunération suivant, la manière dont le vote de l'assemblée générale a été pris en compte.*

---

<sup>206</sup> Commission européenne, *Plan d'action : Droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise, un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises*, COM 740 final, 12 décembre 2012, p. 9 et s.

<sup>207</sup> Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 *concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées*.

<sup>208</sup> Proposition de directive du 9 avril 2014 du Parlement européen et du Conseil *modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise*.

<sup>209</sup> Directive (UE) 2017/828 du Parlement Européen et du Conseil du 17 mai 2017 *modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires*.

En vertu de ces textes, la politique de rémunération devra tout d'abord faire l'objet d'un vote *ex ante* au moins tous les quatre ans. Un vote négatif implique toujours pour le conseil de soumettre un nouveau projet de politique de rémunération à l'assemblée annuelle suivante. La politique de rémunération rejetée ne peut, par principe, être mise en œuvre pour les futures rémunérations ; toutefois, la directive laisse la possibilité aux États membres d'opter pour un vote purement consultatif : la politique de rémunération rejetée pourra alors être mise en œuvre, sous réserve de la soumission d'une politique révisée l'année suivante. Ensuite, les rémunérations individuelles versées ou attribuées aux dirigeants, au moins lors de l'exercice précédent, devront également être soumises au vote de l'assemblée générale ; il s'agit donc d'un vote *ex post*, mais annuel cette fois-ci, dont la portée peut n'être que consultative.

Le *say on pay* est donc devenu également une réalité en droit communautaire. Mais le texte européen est moins sévère que le dispositif français, en ce qu'il laisse aux États membres la possibilité de faire des votes *ex ante* et *ex post* de simples consultations, le premier pouvant du reste n'intervenir que tous les quatre ans. On peut donc sans trop de risque considérer que le droit français répond d'ores et déjà aux préconisations communautaires. Néanmoins, des adaptations du droit français seront nécessaires, d'ici juin 2019, quant au contenu des informations présentées aux assemblées générales, au regard desquelles les actionnaires seront appelés à se prononcer *ex ante*. En l'état actuel du droit français présenté plus haut, doivent être fournis aux actionnaires, sans plus de détails, dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise joint au rapport annuel de gestion du conseil, les principes et les critères de détermination, de répartition et d'attribution des éléments fixes, variables et exceptionnels composant la rémunération totale et les avantages de toute nature. Ce rapport n'est pas sans évoquer une partie de l'ancien rapport du président du conseil, joint au rapport de gestion du conseil, laquelle depuis 2008 « présent[ait] les principes et les règles arrêtés par le conseil d'administration pour déterminer les rémunérations et avantages de toute nature accordés aux mandataires sociaux<sup>210</sup> ». En comparaison, la directive communautaire est bien plus prolixe sur les informations devant être livrées à l'assemblée générale à l'occasion du vote de la politique de rémunération, ce qui laisse présager une probable adaptation future du droit français :

**Nouvel Art. 9 bis, 6), Dir. 2007/36/CE**

*La politique de rémunération contribue à la stratégie commerciale de la société, aux intérêts et à la pérennité à long terme de l'entreprise, et elle précise la manière dont elle contribue à ces objectifs. Elle est présentée de manière claire et compréhensible et décrit les différentes composantes de la rémunération fixe et variable, y compris tous les bonus et autres avantages, quelle que soit leur forme, qui peuvent être accordés aux dirigeants et en précise l'importance respective.*

*La politique de rémunération décrit la manière dont les conditions de rémunération et d'emploi des salariés de la société ont été prises en compte lors de l'établissement de la politique de rémunération.*

*Lorsque la société octroie une rémunération variable, la politique de rémunération établit des critères clairs, détaillés et variés pour l'attribution de la rémunération variable. Elle indique les critères de performances financière et non financière, y compris, le cas échéant, des critères relatifs à la responsabilité sociale des entreprises, et explique la manière dont ces éléments contribuent aux objectifs énoncés au premier alinéa, et les méthodes à appliquer pour déterminer dans quelle mesure il a été satisfait aux critères de performance. Elle fournit des informations sur les périodes de report éventuelles et sur la possibilité pour la société de demander la restitution d'une rémunération variable.*

*Lorsque la société octroie une rémunération en actions, la politique de rémunération précise les périodes d'acquisition et, le cas échéant, de conservation des actions*

---

<sup>210</sup> Anc. art. L. 225-37, al. 9 et L. 225-68, al. 10 c. com. L'ordonnance n° 2017-1162 du 12 juillet 2017 a supprimé ce rapport du président du conseil, lui substituant le « rapport sur le gouvernement d'entreprise » de l'art. L. 225-37, al. 6 c. com.

*applicable après l'acquisition et explique la manière dont la rémunération en actions contribue aux objectifs énoncés au premier alinéa.*

*La politique de rémunération énonce la durée des contrats ou des accords avec les dirigeants et les périodes de préavis applicables, les caractéristiques principales des régimes de retraite complémentaire ou de retraite anticipée, ainsi que les conditions de résiliation et les paiements liés à la résiliation.*

*La politique de rémunération explique le processus de décision suivi pour sa détermination, sa révision et sa mise en œuvre, y compris les mesures pour éviter ou gérer les conflits d'intérêts et, le cas échéant, le rôle du comité de rémunération ou d'autres comités concernés. Toute révision de la politique comprend la description et l'explication de toutes les modifications significatives et indique la manière dont elle prend en compte les votes et les avis des actionnaires sur la politique, et les rapports depuis le vote le plus récent sur la politique de rémunération par l'assemblée générale des actionnaires.*

S'agissant des informations à transmettre aux actionnaires pour qu'ils puissent exercer leur vote *ex post* relatif aux rémunérations versées ou attribuées au titre de l'exercice clos, elles sont présentes en France dans le rapport de gestion, abondamment nourri par les exigences du nouvel art. L. 225-37-3 c. com.<sup>211</sup>. Ce texte requiert un niveau de détail important, qui semble déjà répondre à la majeure partie des préconisations communautaires. Cependant, au titre des originalités de ces dernières, qui appelleront, sauf erreur de notre part, une modification du droit français, figure cette exigence :

**Nouvel art. 9 ter, b), Dir. 2007/36/CE**

*b) [- est mentionnée dans le rapport sur la rémunération] l'évolution annuelle de la rémunération, des performances de la société et de la rémunération moyenne sur une base équivalent temps plein des salariés de la société autres que les dirigeants au cours des cinq exercices les plus récents au moins, présentés ensemble et d'une manière qui permette la comparaison*

---

<sup>211</sup> Texte qui a vocation à se substituer, depuis l'ordonnance n° 2017-1162 du 12 juillet 2017, et pour ce qui concerne les questions liées à la rémunération des dirigeants, à l'anc. art. L. 225-102-1 c. com.

## Conclusion du chapitre 1 :

La juridicité des normes de gouvernance fait débat. Entre le courant pluraliste des sources du droit et une tradition entendant limiter l'étendue du phénomène juridique, le positionnement sur une échelle de juridicité constitue cette utile troisième voie permettant de saisir ces normes dans toute leur complexe évolution. Les recommandations de gouvernance inscrites dans les codes ont en effet été l'objet, au fil de leurs quelques décennies d'existence, d'un phénomène de promotion juridique, à la fois contextuelle et substantielle. L'environnement des normes de gouvernance compte parmi les facteurs primordiaux de promotion juridique. D'abord, le principe même du *comply or explain* légalement contraignant apporte une force juridique incontestable à des recommandations qui demeurent pourtant facultatives. De même, divers facteurs tels que le rattachement obligatoire à un code expressément désigné par loi, l'objectivité des recommandations le composant, ou encore la possibilité d'une sanction en cas de fausse déclaration de conformité, sont autant de critères permettant un positionnement plus ambitieux des codes sur une échelle de juridicité. Ce renforcement contextuel de la valeur juridique d'une recommandation ne sera, ceci étant, jamais autant décisif qu'un passage de la norme du droit souple au droit dur. Des exemples spectaculaires témoignent de tels transferts catégoriques, et ce dans des domaines bien variés. Ainsi, l'instauration d'un comité d'audit et la consécration corrélative de l'administrateur indépendant, la parité des sexes dans les conseils d'administration, ou encore l'instauration du *say on pay*, sont autant d'illustrations d'un changement de nature des normes de gouvernance, lesquelles, de simples recommandations figurant dans un code privé (au moins en France), se transforment en dispositions d'ordre public figurant dans le Code de commerce.





## Chapitre 2 : La valeur de la gouvernance d'entreprise en sciences de gestion

Dans sa forme moderne, le débat sur la gouvernance des entreprises est né en 1932 aux États-Unis, avec la publication de l'ouvrage de Berle et Means<sup>212</sup>, *The modern corporation and private property*, mais ce n'est qu'à partir de début des années 1980<sup>213</sup>, que les mécanismes de gouvernance ont commencé à susciter un intérêt grandissant, non seulement de la part des organismes de réglementation mais également des investisseurs, dirigeants et chercheurs. Cependant, aucune définition de la gouvernance n'a été adoptée à l'unanimité, ce qui confirme la forte tendance des travaux en sciences de gestion à s'ancrer sur une approche analytique de la gouvernance, et non normative. Certains auteurs la définissent comme étant l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernent » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire (Charreaux, 1997, P.1)<sup>214</sup>. D'autres auteurs fournissent une définition plus détaillée et mettent l'accent sur la performance, ils assimilent la gouvernance à l'ensemble des mécanismes, internes et externes, poussant les dirigeants à prendre les bonnes décisions qui maximisent la création de la valeur pour les actionnaires (Denis et McConnell, 2003)<sup>215</sup>. La gouvernance est donc un système par lequel les apporteurs de capitaux s'assurent d'obtenir un retour suffisant sur leurs investissements (Shleifer et Vishny 1997)<sup>216</sup>. Enfin Cabane (2003, p.23)<sup>217</sup> présente une définition axée à la fois sur les mécanismes de gouvernance et les objectifs de performance et considère que la gouvernance d'entreprise est un système permettant la défense de l'intérêt social, la conduite, la gestion, le contrôle et la pérennité de l'entreprise, précisant les pouvoirs, les responsabilités et les relations des actionnaires et des dirigeants, et s'assurant que l'objectif de création de valeur pour l'ensemble des parties prenantes est bien pris en compte.

Ainsi, le concept de la gouvernance, au sens de « bonne gouvernance », est traditionnellement lié à la réalisation d'une bonne performance financière et à la création de la valeur actionnariale. Autrement dit, la meilleure gouvernance est celle dont les mécanismes permettent aux investisseurs d'avoir un retour optimal sur leurs investissements et de garantir une augmentation de la valeur financière de l'entreprise. Dans ce contexte, les travaux de recherche sur la gouvernance se basent essentiellement sur la théorie d'agence (Jensen et Meckling 1976<sup>218</sup>, et Jensen et Murphy, 1990<sup>219</sup>) pour définir la gouvernance et justifier les hypothèses de ses implications sur la performance. Ces hypothèses considèrent qu'une bonne gouvernance, se manifestant notamment par un conseil indépendant et vigilant, une bonne séparation des rôles et des fonctions, l'alignement des incitations des dirigeants avec ceux des actionnaires et la protection juridique des créanciers et des actionnaires minoritaires,

---

<sup>212</sup> Berle A. et Means G. (1932), « The Modern Corporation and Private Property », New York, Harcourt, Brace and World.

<sup>213</sup> A la fin des années 1970 et jusqu'en 1985, une grande récession économique mondiale a affecté de nombreux pays de l'OCDE. Les effets à long terme de cette période ont contribué à l'adoption générale des politiques économique néolibérale tout au long des années 1980 et 1990.

<sup>214</sup> Charreaux G. (1997), « Introduction générale et Vers une théorie du gouvernement d'entreprise », in G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises – théories et faits*, Paris, Economica, p. 1- 13 et p. 421-469.

<sup>215</sup> Denis, D.K., McConnell, J.J. (2003). « International Corporate Governance ». *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 : 1-36.

<sup>216</sup> Shleifer, A. Vishny R.W. (1997), « A Survey of Corporate Governance ». *Journal of Finance*, 52, 737-783.

<sup>217</sup> Cabane P. (2003), « Manuel de gouvernance d'entreprise : Missions et fonctionnement des conseils - Meilleures pratiques de gouvernance - Rôle des administrateurs », Eyrolles Ed. 1

<sup>218</sup> Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). « Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure ». *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.

<sup>219</sup> Jensen M.C., Murphy, K. J. (1990). « Performance pay and top-management incentives ». *Journal of Political Economy*, 98: 225- 264.

contribuent à l'amélioration de la valeur de l'entreprise<sup>220</sup>. En effet, ceci s'explique par le fait qu'une bonne gouvernance stimule la confiance des actionnaires et les incite à investir davantage sur les marchés financiers, ramenant ainsi le prix des actions à la hausse (Khanna et Zyla, 2010)<sup>221</sup>. Partant, la promotion d'une bonne gouvernance est considérée comme un facteur majeur d'attraction des investisseurs, de réduction des risques liés aux capitaux et d'amélioration de la performance financière<sup>222</sup>. Cette conception de la relation gouvernance – performance ramène dans une certaine mesure à une de nos intuitions de base consistant à relever la potentielle endogénéité de ces deux variables : « si la gouvernance provoque un effet sur la valeur, les pratiques de gouvernance qui satisfont à la grille théorique de l'agence peuvent aussi être expliquées par l'objectif de création de valeur sur le marché, cette dernière motivation étant d'autant plus plausible dans les circonstances où les dirigeants ont un intérêt personnel à créer de la valeur actionnariale par l'annonce de mesures de gouvernance aux marchés, eu égard aux incitations dont ils bénéficient par leur rémunération en actions et/ou options<sup>223</sup> ».

La présente partie de ce rapport consiste à observer, par une revue de littérature académique en sciences de gestion, l'état de l'art relatif à la valeur de la gouvernance d'entreprise. Il s'agit, tout d'abord, dans des développements intitulés « cadre théorique et efficacité des modèles de gouvernance », d'éclairer à travers les courants théoriques managériaux, la pertinence des différentes approches de gouvernance et leurs relations avec la création de richesse et la valeur de l'entreprise (I). Ensuite, dans une séquence intitulée « mécanismes spécifiques de gouvernance et valeur d'entreprise » (II), l'accent sera mis sur les différents liens relevés dans la littérature entre les mécanismes spécifiques de gouvernance et la performance financière créatrice de valeur pour l'entreprise.

---

<sup>220</sup> Attia, M. B. R. (2012). « Accounting Income Smoothing, Hedging and Corporate Governance ». *Global Business and Management Research: An International Journal*, 4(2), 149-163; Young, B. (2003). « Corporate Governance and Firm Performance: Is there a relationship? ». *Ivey Business Journal*, (Online Copy) ; Klapper, L.F. & Love, I. (2004). « Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets ». *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, vol. 10(5), pages 703-728, November.

<sup>221</sup> Khanna, V., Zyla, R. (2010), « Corporate Governance Matters to Investors in Emerging Market Companies ». *International Finance Corporation* (pp. 1–15).

<sup>222</sup> Ahmed, E., Hamdan, A. (2015). « The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence From Bahrain Bourse ». *International Management Review* (vol.11, pp. 21-37).

<sup>223</sup> V. projet de recherche, spéc. p. 16.

## ***I : Cadre théorique et efficacité des modèles de gouvernance***

### **A/ Les courants théoriques de la gouvernance d'entreprise**

La gouvernance d'entreprise est souvent abordée selon deux grands courants théoriques (Rossignol, 2010, P.92)<sup>224</sup>. D'une part, le courant de la théorie actionnariale qui considère que l'objectif de la gouvernance est de mettre en place des mécanismes favorables à l'apparition d'un environnement propice à la création de valeur au bénéfice des pourvoyeurs de capital. Dans ce cas, la gouvernance est assimilée à l'ensemble de mécanismes, internes et externes, poussant les dirigeants à prendre les bonnes décisions qui maximisent la création de la valeur pour les actionnaires (Denis et McConnell 2003)<sup>225</sup>. Elle est donc un système par lequel les actionnaires s'assurent d'obtenir un retour suffisant sur leurs investissements (Shleifer et Vishny, 1997)<sup>226</sup>. Dans ce modèle, les actionnaires sont considérés comme étant les seuls créanciers résiduels supportant le risque de la société et, conséquemment, leurs intérêts devaient donc être placés au premier plan (Easterbrook et Fischel, 1991)<sup>227</sup>.

D'autre part, selon le courant de la théorie partenariale, la gouvernance devrait assurer, par ses mécanismes, la maximisation de la valeur de l'entreprise non seulement dans l'intérêt des actionnaires mais également dans l'intérêt de l'ensemble des parties qui interagissent avec l'organisation (Donaldson et Preston, 1995)<sup>228</sup>. Considérant que les actionnaires ne sont pas les seuls à supporter le risque résiduel, le courant partenarial soutient que les parties prenantes sont à l'origine d'une grande partie de la rente créée, ce qui justifierait que celles-ci reçoivent également une portion de la rente globale (Charreaux et Wirtz, 2006, p. 46)<sup>229</sup>. A cet effet, l'entreprise poursuit des objectifs qui lui sont propres et qui englobent les intérêts de toutes les parties prenantes au même titre que les actionnaires (Bradley *et al.* 1999<sup>230</sup> ; Lizée, 1989<sup>231</sup> ; Dodd, 1932<sup>232</sup>). Selon ce modèle, un système de gouvernance idéal devrait permettre de préserver l'ensemble des intérêts des parties prenantes.

---

<sup>224</sup> Rossignol J.L. (2010), « La gouvernance juridique et fiscale des organisations », Paris : Tec & doc-Lavoisier.

<sup>225</sup> Denis, D.K., McConnell, J.J. (2003), « International Corporate Governance ». *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 : 1-36.

<sup>226</sup> Shleifer, A., Vishny R.W (1997), « A Survey of Corporate Governance ». *Journal of Finance*, 52, 737-783.

<sup>227</sup> Easterbrook F.H. et Fischel D.R. (1991), « The economic structure of corporate law » Harvard University Press.

<sup>228</sup> Donaldson T, Preston L.E. (1995), « The Stakeholder Theory of the Corporation : Concepts, Evidence and Implications », *Academy of Management Review*, Vol. 20, n° 1, p. 65-91.

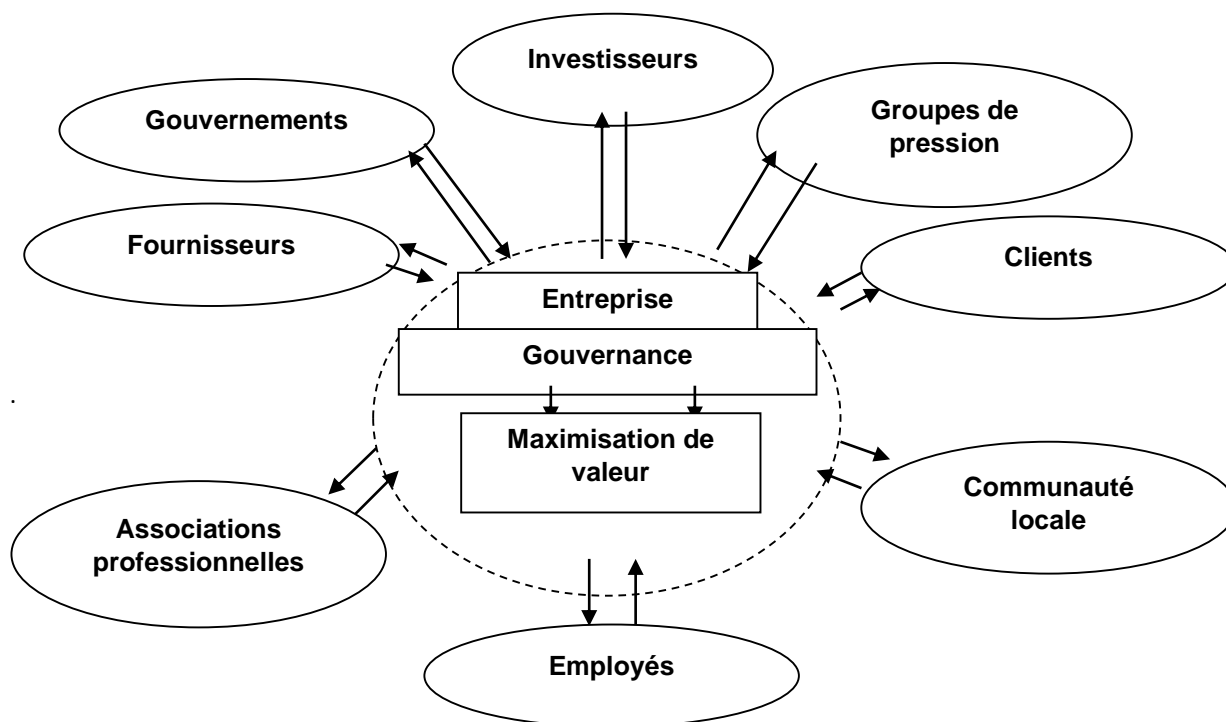
<sup>229</sup> Charreaux, G., Wirtz, P. (2006). « Gouvernance des entreprises : nouvelles perspectives ». Paris : Economica.

<sup>230</sup> Bradley M., Schipani C.A, Sundaram A.K. et Wals J.P (1999), « The Purpose and Accountability of the Corporation in Contemporary Society : corporate governance at the Crossroads. », *Law & Contemporary Problems*, 62(1) : 9E.

<sup>231</sup> Lizée M. (1989), « Le principe du meilleur intérêt de la société commerciale en droit anglais et comparé. », *McGill Law Journal*, 33(1) : 653.

<sup>232</sup> Dodd M. (1932), « For Whom are Corporate Managers Trustees? », *Harv. L. Rev.*, 45(1) : 1145.

Figure 1 : la gouvernance au service des parties prenantes



Source : adapté de Donaldson et Preston, (1995), p. 69.

Cependant, la théorie partenariale présente une faiblesse majeure qui rend son utilisation délicate. En effet, d'une part, la dynamique de financiarisation des économies occidentales place l'intérêt de l'actionnaire au premier plan des objectifs poursuivis par les entreprises. D'autre part, en voulant maximiser simultanément les intérêts de plusieurs parties prenantes, une trop grande latitude dans la gestion et l'allocation des ressources serait accordée aux dirigeants (Sundaram et Inkpen, 2004)<sup>233</sup>. En effet, considérant que chaque partie prenante a sa propre fonction d'utilité, les dirigeants seront en face d'intérêt multidimensionnelle à maximiser et présentant à la fois des aspects contradictoires et divergents (D'Souza et Williams, 2000)<sup>234</sup>. Cette situation peut nuire gravement à la performance de l'entreprise en rendant le processus décisionnel très complexe et de nature conflictuelle. Jensen (2002)<sup>235</sup> ajoute que la théorie partenariale ne fournit aux dirigeants aucun critère de décision concernant un éventuel compromis qui satisfaisait la maximisation des intérêts de l'ensemble des parties prenantes, ce qui mène à une amplification des coûts.

<sup>233</sup> Cette critique a ardemment été réfutée par Freeman, Parmar et Wicks (2004). Ces auteurs argumentent que la maximisation d'une seule fonction objective est simpliste, car elle ne reconnaît pas que les firmes évoluent dans un monde complexe où la rationalité des individus, y compris celle des preneurs de décision, est limitée. « *Offering managers more proof that business is only about profits for shareholders (and that morality is either irrelevant or places only a few broad constraints on managerial action) will more likely foster the kind of tunnel vision, rationalizations (e.g., "everyone else is doing it"), and self-dealing we see in ethics disasters such as those that took place at Enron, WorldCom, and HealthSouth* » (p. 367).

<sup>234</sup> D'Souza, D. E., Williams, F.P. (2000), « Towards a taxonomy of manufacturing flexibility dimensions », *Journal of Operation Management*, 18(5), 577-593.

<sup>235</sup> Jensen M.C. (2002), « Value Maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function », *European Financial Management*, 7(3), 297-317.

**Tableau 1 : Les deux modèles de gouvernance d'entreprise**

	<b>Actionnarial</b>	<b>Partenarial</b>
Objectif	Valeur pour les actionnaires	Valeur pour toutes les parties prenantes
Marchés financiers	Très actifs	Limités
Actionnariat	Dispersé	Concentré, par blocs
Discipline et contrôle	Externe Marché (exemple : les menaces d'OPA)	Interne Contrôle (ex : audit)
Incitations et horizon	Court terme Incitations financières fortes	Long terme Incitations financières faibles
Conseils d'administration	Représentent les intérêts des actionnaires	Dominés par les parties prenantes

**Source : d'après Charreau et Desbrières (2001) in Crifo P. et Rebérioux A. (2015, P.208)<sup>236</sup>**

Enfin, un troisième courant basé sur la théorie cognitive apporte de nouvelles explications quant au rôle des mécanismes de gouvernance dans la création de la valeur. En effet, d'après les tenants de ce courant, la vision disciplinaire de la gouvernance sur laquelle se fondent les partisans de la théorie actionnariale et de la théorie partenariale reste prisonnière des limites des théories de la firme qui la sous-tendent et qui, soit ignorent la dynamique productive, soit en donnent une vision restrictive limitée à l'incidence des systèmes incitatifs sur les choix de production (Charreaux et Wirtz, 2006, p. 311)<sup>237</sup>. Autrement dit, l'explication du processus de création de valeur par les seuls mécanismes disciplinaires est insuffisante et doit être complétée par d'autres mécanismes essentiels à la survie des entreprises<sup>238</sup>. Dans ce sens, la théorie cognitive, de façon complémentaire aux deux théories précitées, conçoit l'entreprise comme un processus et un répertoire de connaissances où la création de valeur dépend fortement de sa capacité à générer du savoir et à innover (Charreaux et Wirtz, 2006, p. 122 ; Guéry-Stévenot, 2006<sup>239</sup>, p. 159). Dans ce schéma, la maximisation de la richesse, pour les actionnaires ou pour toute autre partie prenante, s'obtient par la réalisation de projets à forte rentabilité dont la réalisation dépend des compétences construites au sein de l'organisation. La gouvernance d'entreprise, sous l'angle de la théorie cognitive, s'apparente ainsi à l'ensemble des mécanismes corporatifs ou industriels permettant le développement de projets innovants. En effet, les décisions d'investissement ne résultent pas uniquement des conflits d'intérêts potentiels. En outre,

<sup>236</sup> Crifo P. et Rebérioux A. (2015), « Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises : nouvelle frontière de la finance durable ? » Revue d'économie financière, N° 117.

<sup>237</sup> Charreaux, G., Wirtz, P. (2006). « Gouvernance des entreprises : nouvelles perspectives ». Paris : Economica.

<sup>238</sup> Charreaux et Wirtz, (2006, p. 147) précisent que « La recherche en stratégie nous enseigne, cependant, que la capacité d'une entreprise à créer durablement de la valeur n'est pas réductible à une question de discipline de dirigeants potentiellement opportunistes »

<sup>239</sup> Guéry-Stévenot, A. (2006), « Conflits entre investisseurs et dirigeants : une analyse en termes de gouvernance cognitive ». Revue Française de Gestion, 32(264), 157-180.

l'accumulation des connaissances et l'efficacité des processus de l'apprentissage organisationnel<sup>240</sup> façonnent les preneurs de décisions d'investissement notamment sur les questions de la priorisation des projets et sur la manière dont les rendements qui en découlent vont être par la suite distribués (Lazonick et O'Sullivan, 2000, p.14)<sup>241</sup>.

Finalement, même si la théorie cognitive apporte de nouveaux éclairages à la question de la gouvernance et ses implications sur la création de valeur, aucune étude empirique ne s'est intéressée à son analyse. Deux principales raisons expliquent ce constat, d'une part, les phénomènes relatifs à la connaissance sont très difficilement observables et aucune mesure économétrique crédible n'a été développée pour mesurer la valeur financière de la connaissance<sup>242</sup>. D'autre part, il existe une tension non résolue entre les concepts de création de valeur et de capital intellectuel qui se manifeste tant dans l'insuffisance de la connaissance du processus de construction du capital intellectuel que dans sa représentation par des systèmes d'information (Lacroix M., Zambon S., 2002, P.68)<sup>243</sup>.

Malgré ces variantes idéologiques, la montée en puissance de la finance internationale dans un contexte de globalisation<sup>244</sup>, l'interconnexion des marchés financiers et la mise en place de règles comptables à dimension internationale (IFRS)<sup>245</sup>, ont favorisé une certaine domination croissante d'une logique défensive des intérêts des actionnaires où la gouvernance d'entreprises est davantage basée sur des mécanismes disciplinaires. Cette gouvernance, construite sur un modèle boursier, place les dirigeants de l'entreprise sous le contrôle et la surveillance des actionnaires et fixe comme objectif principal, la création de valeur actionnariale. Cet objectif ne sert pas simplement les intérêts des propriétaires de l'entreprise, c'est aussi la règle qui permet de s'assurer que les ressources limitées de toutes natures sont allouées, gérées et déployées de façon aussi efficace que possible, ce qui dès lors maximise la richesse au sens large (Caby et Hirigoyen, 1998, p.34)<sup>246</sup>

Une synthèse des théories de la gouvernance d'entreprise a été proposée par Charreaux (2004)<sup>247</sup>, et présente les caractéristiques principales des théories disciplinaires (actionnariale et partenariale), des théories cognitives et des théories synthétiques, à savoir les théories de la firme dont elles sont

---

<sup>240</sup> L'apprentissage organisationnel renvoie au caractère collectif qui fait que les nouvelles connaissances sont le résultat d'un travail collaboratif entre plusieurs individus au sein d'une même organisation (Lazonick et O'Sullivan, 1998, p. 3). in Lazonick, W., O'Sullivan, M. (1998), « Corporate governance and the innovative economy: Policy implications ». Innovation Systems and European Integration Project.

<sup>241</sup> Lazonick, W., O'Sullivan, M. (2000). « Perspectives on corporate governance, innovation, and economic performance ». France: The European Institute of Business Administration.

<sup>242</sup> L'économie de la connaissance s'est constituée durant les années 1990 comme une spécialité à partir d'un double phénomène : d'une part, le développement rapide d'outils favorables à la production et le partage des connaissances (Institutions de formation, laboratoires de recherche, dispositifs d'apprentissage, etc.), d'autre part, l'avènement des nouvelles technologies de l'information et de la communication.

<sup>243</sup> Lacroix M., Zambon S., (2002), « capital intellectuel et création de valeur: une lecture conceptuelle des pratiques française et italienne », Comptabilité- Contrôle - Audit / numéro spécial, (p. 61 à 84).

<sup>244</sup> La globalisation financière peut être définie comme un processus d'interconnexion des marchés de capitaux aux niveaux national et international, conduisant à l'émergence d'un marché unifié de l'argent à l'échelle planétaire. La globalisation financière s'inscrit dans un processus historique long et complexe, conduisant à la mondialisation de l'économie. Ses causes sont multiples, d'ordre politique, démographique et technologique. La globalisation financière a donné lieu à des analyses divergentes, plus ou moins optimistes quant à ses effets sur le fonctionnement de l'économie mondiale (Plihon D., 2007).

<sup>245</sup> L'IFRS est l'abréviation d'International Financial Reporting Standards. Ce sont les normes internationales d'informations financières destinées à standardiser la présentation des données comptables échangées au niveau international. Elles sont éditées par le bureau des standards comptables internationaux, désigné sous ses initiales anglaises IASB.

<sup>246</sup> Caby J., Hirigoyen G. (1998), « Histoire de la valeur en finance d'entreprise », actes des journées des IAE, P. 133-174.

<sup>247</sup> Charreaux G. (2004), « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », Cahier du FARGO n° 1040101, p19.

inspirées, le mode et la répartition de la création de valeur, les types et critères d'efficacité, ainsi que la définition du système de gouvernance.

**Tableau 2 : Les théories de la gouvernance de la firme**

Théories de la gouvernance	Disciplinaires		cognitives	Synthétiques
	Actionnariale	Partenariale		
Théories de la firme support	Principalement théories positive et normative de l'agence	Principalement théories positive et normative de l'agence, étendues à plusieurs parties prenantes	Théorie comportementale Théorie évolutionniste Théorie des ressources et des compétences	Tentatives de synthèse entre théories disciplinaires et cognitives
Aspects privilégiés dans la création de valeur	Discipline et répartition Réduire les pertes d'efficacité liées aux conflits d'intérêts entre dirigeants et investisseurs financiers. Seuls les actionnaires sont créanciers résiduels.	Discipline et répartition Réduire les pertes d'efficacité liées aux conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes, notamment avec les salariés. Plusieurs catégories de créanciers résiduels.	Aspect productifs cognitifs Créer et percevoir des opportunités	Dimensions disciplinaires et cognitives
Type d'efficacité	Efficacité statique contrainte Vision actionnariale de l'efficacité et de la propriété	Efficacité statique contrainte Vision partenariale de l'efficacité et de la propriété	Efficacité dynamique contrainte Dimension productive cognitive	Efficacité dynamique contrainte Dimensions productives cognitives et disciplinaires
Critère d'efficacité	Valeur actionnariale	Valeur partenariale	Capacité à créer une Rente organisationnelle de façon durable par l'innovation notamment	Capacité à créer une rente organisationnelle de façon durable par l'innovation et la résolution des conflits.
Définition du système de gouvernance	Ensemble des mécanismes permettant de sécuriser l'investissement financier	Ensemble des mécanismes permettant de pérenniser le nœud de contrats et d'optimiser la latitude managériale	Ensemble des mécanismes permettant d'avoir le meilleur potentiel de création de valeur par l'apprentissage et l'innovation	Ensemble des mécanismes Agissant simultanément sur les dimensions disciplinaires et cognitives du processus de création/répartition de la valeur.

Source : Charreaux G. (2004, P.18)<sup>248</sup>

## B/ La bonne gouvernance : entre convergence et divergence

### 1) Des principes universels de gouvernance pour une meilleure performance ?

a : La convergence des principes de gouvernance

Dans un processus de mondialisation marqué par la croissance des mouvements de capitaux transfrontaliers, de création d'un marché planétaire des capitaux avec le démantèlement des frontières physiques et réglementaires, un nouveau mode de gouvernance d'entreprise est apparu<sup>249</sup>.

<sup>248</sup> Charreaux G. (2004), « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », Cahier du FARGO n° 1040101, p19.

<sup>249</sup> Les firmes transnationales (FTN) sont considérées comme les acteurs par excellence de la mondialisation. On estime aujourd'hui à 500 000 le nombre de filiales étrangères établies par les 60 000 sociétés transnationales.



En effet, depuis la fin des années 1990, la montée en puissance des investisseurs institutionnels<sup>250</sup> qu'a connue la plupart des pays de l'Europe continentale a profondément orienté les politiques en matière de gouvernance d'entreprise. D'autre part, le recours grandissant des entreprises au financement par le marché a contribué au renforcement de la prédominance de l'intérêt des actionnaires sur l'intérêt commun des autres parties prenantes. D'autre part, les systèmes de gouvernance se sont orientés vers cette même logique actionnariale prônant les intérêts de ces derniers sur le restant des parties prenantes. Le tableau 3 reproduit la composition de l'actionnariat des entreprises cotées en France, en Allemagne et au Royaume-Uni, en 2014. Les non-résidents qui sont pour la très grande majorité des investisseurs institutionnels, représentent la part la plus importante dans l'ensemble des trois pays, ce qui favorise une certaine forme de convergence entre les modèles de gouvernance partenariale et actionnariale.

**Tableau 3 : Détention d'actions cotées domestiques à la fin 2014**

	France	Allemagne	Royaume-Uni
Ménages	11%	12%	9%
Entreprises non financières	19%	18%	2%*
Administrations publiques	7%	3%	3%
Institutions financières (1)	21%	13%	34%
Non-résidents	42%	54%	52%
<i>Total</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>

(1) Banques, assurances, fonds de pension, organismes de placement collectif, autres institutions financières

\* les comptes nationaux britanniques n'enregistrent que la détention d'actions de sociétés du même secteur : les détentions par des sociétés non financières d'actions d'autres sociétés non financières ne sont pas enregistrées.

Source : Banque de France, Deutsche Bundesbank, ONS (Royaume-Uni) in d'après l'OEE (2016, p.14)<sup>251</sup>

Ainsi, ces modifications ont favorisé le basculement de la gouvernance d'un modèle fondé sur le contrôle interne par les conseils de l'entreprise à un modèle de type actionnarial basé sur le contrôle externe pratiqué essentiellement par des investisseurs institutionnels. Cependant, ces derniers, du fait de leur caractère multinational, préfèrent une version standard et comparable de gouvernance à l'échelle mondiale, ils exigent ainsi des entreprises cotées de respecter des principes internationaux de gouvernance et que les actionnaires majoritaires respectent les exigences des investisseurs minoritaires relatives à la transparence des mécanismes de contrôle.

Hansmann et Kraakman (1999)<sup>252</sup> mettent en évidence la nécessité de convergence des modèles de gouvernance d'entreprise vers une logique actionnariale. D'après eux, sous la pression de la mondialisation financière et la montée en puissance des investisseurs institutionnels, les différents modèles de gouvernance sont de plus en plus orientés vers le modèle supérieur, un modèle supposant une grande dispersion de l'actionnariat et un renforcement du rôle disciplinaire des marchés financiers à l'image du modèle prévalant aux États-Unis. Soutenant la même idée, Coffee (1999)<sup>253</sup> et Hansmann

---

D'après le rapport sur l'investissement dans le monde du Cnuccd, (2002), ces sociétés représentent l'équivalent d'un quart des activités économiques mondiales et un tiers du commerce mondial.

<sup>250</sup> « Les investisseurs institutionnels sont des organismes financiers qui, en raison de leur nature ou de leurs statuts, sont tenus de placer une grande partie des ressources qu'ils collectent, en instruments financiers », in Dictionnaire d'économie et des faits économiques et sociaux contemporains, éditions Foucher, Paris 1999.

<sup>251</sup> OEE (2016), « Radiographie de l'actionnariat des entreprises françaises », Étude de l'Observatoire de l'Épargne Européenne pour l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA).

<sup>252</sup> Hansmann, H., Kraakman, R., (1999). « The Essential Role of Organizational Law », Working paper. Yale Law School, New Haven, CT.

<sup>253</sup> Coffee, J. C. (1999), « The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications », Northwestern University Law Review, Vol. 93, pp. 641-707.

et Kraakman (2001)<sup>254</sup> expliquent que le recours croissant des entreprises aux marchés financiers, notamment pour lever des fonds, exige de ces dernières de placer la maximisation du profit des actionnaires au premier plan de leurs objectifs. D'après De Serres, (2005)<sup>255</sup> trois facteurs expliquent la dominance du modèle actionnarial de gouvernance : la faillite des modèles concurrents, la pression du commerce international et l'émergence d'une classe d'actionnaires bien spécifiques, à savoir les investisseurs institutionnels.

Les récentes réformes adoptées par plusieurs pays européens en matière de gouvernance, illustrées notamment par la conception d'une multitude de codes de bonne conduite, reflètent la tendance de convergence mondiale vers le modèle anglo-américain (Cioffi, 2002)<sup>256</sup>. En effet, la plupart de ces réformes visent le renforcement de certains principes fortement présents dans le modèle actionnarial de gouvernance (Goergen *et al.*, 2005)<sup>257</sup>. L'impact de l'adoption des codes de bonne conduite se reflète ainsi sur la définition de la gouvernance en mettant l'accent sur la réglementation.

*« La gouvernance de l'entreprise est un ensemble de dispositions légales, réglementaires ou pratiques qui délimite l'étendue du pouvoir et des responsabilités de ceux qui sont chargés d'orienter durablement l'entreprise. Orienter l'entreprise signifie prendre et contrôler les décisions qui ont un effet déterminant sur sa pérennité et donc sa performance » (Gomez, 2009, p.13)<sup>258</sup>.*

Même si l'ensemble des codes de bonne conduite s'inspirent d'une idéologie commune, leur application ne dépasse généralement pas le niveau local de chaque pays<sup>259</sup>. Ainsi, afin de renforcer l'harmonisation des règles de gouvernance et d'éviter de grandes disparités, les ministres des pays de l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) avaient approuvé en 1999, un ensemble de principes de gouvernance<sup>260</sup> qui se sont imposés comme une référence à l'échelon international. Grâce à ces derniers, plusieurs pays (membres et non membres de l'OCDE) trouvaient alors un cadre commun traçant les orientations générales permettant l'élaboration d'une gouvernance efficace<sup>261</sup>.

#### b : Les hypothèses de la performance dans une approche normative de la gouvernance

Avant de pouvoir apprécier la relation entre la gouvernance normative et la performance, il convient de préciser le sens de ces termes. Par « gouvernance normative », nous entendons « l'ensemble des principes et recommandations émanant d'une institution publique ou privée dont l'objectif est de fournir un cadre de référence tel que « les codes de bonne conduite » et « indices de bonne gouvernance » permettant de délimiter le pouvoir et les responsabilités de ceux qui sont chargés d'orienter durablement l'entreprise ». En ce qui concerne la performance, nous limitons notre

---

<sup>254</sup> Hansmann, H., Kraakman, R. (2001), « The end of history for corporate law », *Georgetown Law Journal*, Vol. 89, pp. 439-468.

<sup>255</sup> De Serres A. (2005), « Une analyse comparative: des stratégies d'intervention en matière de gouvernance et de responsabilité sociale des entreprises aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France ». *Revue des Sciences de Gestion*, N°211-212, pp.169-186.

<sup>256</sup> Cioffi, J. W. (2002), « Restructuring "Germany Inc.": The politics of company and takeover law reform in Germany and the European Union », *Law and Policy*, Vol. 24 No. 4, pp. 355-402.

<sup>257</sup> Goergen, M., Martynova, M., Renneboog, L. (2005), « Corporate governance convergence: Evidence from takeover regulation reforms in Europe », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 1, pp. 243-268.

<sup>258</sup> Gomez, P.Y. (2009), « Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises », *Rapport au Conseil d'administration de MiddleNext*, Cahier n°2, Juin.

<sup>259</sup> V. chapitre précédent, les tableaux présentant les divers codes et référentiels de gouvernance adoptés à une échelle locale.

<sup>260</sup> Les principes de l'OCDE ont par nature, un caractère évolutif et sont appelés à être revus en fonction des changements significatifs du contexte général (OCDE, 2004).

<sup>261</sup> V. chapitre précédent, le tableau intitulé « Comparaison internationale des principes de gouvernance, hors spécificités éventuelles liées au secteur d'activité ».

définition à la dimension financière qui symbolise l'objectif de la gouvernance normative actionnariale. Ainsi, la performance peut se refléter à travers la création de richesses liée à l'activité normale de l'entreprise (résultats, retours sur capitaux, ...) ou par l'augmentation de la valeur financière de l'entreprise sur le marché financier (ratio Q de Tobin<sup>262</sup>, rentabilité financière des titres<sup>263</sup>, ...)

L'hypothèse selon laquelle la convergence des principes de gouvernance vers un modèle actionnarial sous forme de « codes de bonne conduite » contribue à l'amélioration de la performance des entreprises s'explique par plusieurs éléments théoriques :

- Premièrement, ces principes de gouvernance ont été conçus dans une volonté de modernisation du droit des sociétés suite aux scandales financiers qui ont défrayé la chronique, au début du nouveau millénaire (Enron aux Etats-Unis, Parmalat en Europe, etc.). Dans ce sens, ces réformes sont censées apporter une certaine stabilité économique stimulant la confiance des investisseurs ce qui encourage l'investissement et par conséquent l'amélioration de la valeur des entreprises.
- En second lieu, la montée en puissance des investisseurs institutionnels a renforcé les exigences en ce qui concerne les objectifs de profit et la maximisation des rendements sur les capitaux investis. D'autant plus que, la convergence des principes de gouvernance, par sa nature, facilite la comparabilité du fonctionnement des entreprises entre les pays et encourage, de ce fait, l'investissement étranger. Dans ce cadre, une meilleure performance s'explique par la théorie moderne du portefeuille de Markowitz, (1952<sup>264</sup>, 1959<sup>265</sup>), qui considère que la détention d'un portefeuille d'actions diversifié voire international génère des rendements supérieurs et limite les risques par rapport à un portefeuille peu diversifié et purement domestique. En effet, en possédant un portefeuille diversifié, les actionnaires peuvent se débarrasser plus facilement des actions les moins rentables stimulant ainsi la compétitivité des entreprises et générant de plus fortes rentabilités.
- Enfin, les codes de bonne conduite augmentent les exigences en matière de communication et de transparence et garantissent une diffusion opportune et précise de toute information relative à l'entreprise<sup>266</sup>. Ces informations de qualité réduisent les asymétries informationnelles présentes sur le marché et contribue à l'accroissement de la confiance des investisseurs et de là, à l'amélioration de la performance de l'entreprise (Petersen et Plenborg 2006)<sup>267</sup>.

c : Les travaux de recherche sur l'utilité des codes de bonne conduite et la performance

La question de l'utilité pour les actionnaires des codes de bonne conduite ainsi que leur impact sur la performance et la valeur de l'entreprise a fait l'objet de nombreux travaux académiques sans qu'un réel consensus n'apparaisse. Tandis que certaines de ces études réfutent l'hypothèse selon laquelle les marchés d'actions réagissent à la non-conformité et soutiennent l'idée selon laquelle la conformité à un code n'influence pas de manière significative la valeur, que ce soit positivement ou négativement (Nowak *et al.*, 2005, 2006 ; Bassen *et al.* 2006 ; Steger et Stiglbauer 2011), d'autres études affirment

---

<sup>262</sup> Le coefficient Q de Tobin se calcule par la valeur de marché des actifs rapportée à la valeur de remplacement des actifs.

<sup>263</sup> La rentabilité des titres reflète le gain en capital ainsi que le dividende distribué sur la période aux actionnaires sur une période donnée.

<sup>264</sup> Markowitz, H. M. (1952), « Portfolio selection ». *Journal of Finance*, 7, 77–91.

<sup>265</sup> Markowitz, H. M. (1959), « Portfolio selection: Efficient diversification of investment ». *Cowles Foundation Monograph* (Vol. 16). New York: Wiley.

<sup>266</sup> Les codes de bonne conduite se base sur le principe de « se conformer ou s'expliquer », Ainsi, les entreprises doivent respecter l'un de ces codes ou expliquer tout écart important par rapport à celui-ci.

<sup>267</sup> Petersen C., Plenborg T. (2006), « Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark », *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 15, p. 127- 149.

le contraire, la conformité aux codes de bonne conduite influence la performance et la valeur des entreprises (Drobetz et al. 2004, Luo et Salterio 2014).

- Les études affirmant un impact positif de la conformité

Dans le contexte allemand, Drobetz et al. (2004)<sup>268</sup> analysent un échantillon de 91 entreprises cotées en 2002 et trouvent une forte relation positive entre la qualité de la gouvernance et la valorisation des entreprises. Ils estiment qu'une augmentation du taux de conformité au code de 1% impliquerait une amélioration de la performance (Q de Tobin) de l'ordre de 24%. Goncharov et al. (2006)<sup>269</sup> trouvent des résultats similaires sur un échantillon de 122 entreprises cotées sur le DAX 30 et MDAX 50 entre 2002 et 2003. Le degré de conformité au code de bonne conduite constitue une information pertinente pour le marché financier. Autrement dit, les actionnaires considèrent les déclarations de gouvernance comme une information utile dans leurs prises de décisions d'investissement. Par ailleurs, les résultats de cette étude montrent que les entreprises qui se déclarent conformes au code de bonne conduite sont mieux valorisées, le prix de leurs actions est en moyenne supérieurs de 3,23 € à celui des entreprises déclarant des déviations par rapport au code de bonne conduite. D'autre part, sur le marché canadien, Luo et Salterio (2014)<sup>270</sup> constituent un échantillon composé de 655 entreprises cotées et trouvent que le degré de conformité de ces entreprises au code de bonne conduite canadien est fortement associé à la valeur (Q de Tobin) et à la performance opérationnelle mesurée par la rentabilité des capitaux propres (ROE). Au Royaume-Uni, Bauwhede (2009)<sup>271</sup>, examine la relation entre la conformité aux principes internationaux de bonne gouvernance<sup>272</sup> et la performance d'un échantillon de 118 sociétés cotées sur le FTSE Eurotop 300 entre 2000 et 2001, ces résultats montrent une relation positive entre l'étendue de la conformité aux meilleures pratiques internationales concernant la structure et le fonctionnement du conseil d'administration et le rendement des actifs (ROA).

- Les études affirmant un impact négatif de la conformité

MacNeil et Li (2006)<sup>273</sup> examinent la nature des explications fournies par les entreprises cotées sur le FTSE 100 ayant déclarées des non-conformités au code de bonne gouvernance britannique « *Combined Code* ». Leurs résultats empiriques mettent en évidence une relation positive entre le prix des actions et la tolérance des marchés face aux déviations par rapport au code de bonne conduite. Ces auteurs expliquent que les entreprises prêtent moins d'attention à la conformité lorsque la performance boursière est bonne. Autrement dit, lorsque l'entreprise affiche des performances supérieures, les actionnaires auraient tendance à négliger les déviations par rapport au code de bonne gouvernance soutenant l'idée selon laquelle, la performance justifie dans une certaine mesure la non-conformité en vertu du principe « *comply or perform* ». Bassen et al. (2009)<sup>274</sup> arrivent à des résultats similaires et trouvent sur un échantillon d'entreprises allemandes une relation négative entre la conformité aux principes du code de bonne conduite allemand et la valeur de l'entreprise. Enfin,

---

<sup>268</sup> Drobetz W., Schillhofer A., Zimmermann H. (2004), « Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany », *European Financial Management*, 10(2): 267–293.

<sup>269</sup> Goncharov I., Werner J.R., Zimmermann J. (2006), « Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An empirical analysis », *Corporate Governance*, Volume 14 Number 5.

<sup>270</sup> Luo Y., Salterio S.E. (2014), « Governance Quality in a “Comply or explain” Governance Disclosure Regime », *Corporate Governance: An International Review*, 22 (6), 460-481.

<sup>271</sup> Bauwhede H.V. (2009), « On the relation between corporate governance compliance and operating performance », *Accounting and Business Research*, 39:5, 497-513.

<sup>272</sup> Les codes internationaux de gouvernance sont, par exemple, ceux établis par l'international Corporate Governance Network (ICGN) et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE).

<sup>273</sup> MacNeil L., Li X. (2006), « “Comply or explain”: market discipline and non-compliance with the Combined Code », *Corporate Governance*, Volume 14, Number 5.

<sup>274</sup> Bassen A., Prigge S., Zöllner C. (2009), « Behind broad corporate governance aggregates: a first look at single provisions of the German Corporate Governance Code », *Corporate Ownership & Control*, Vol. 6, No. 3, pp.388–406.

Stiglbauer (2010) étudie la pertinence informationnelle des déclarations de gouvernance au code allemand de gouvernance en 2007 d'un échantillon composé de 113 entreprises allemandes. Ses résultats indiquent d'une part, un impact négatif des déclarations de gouvernance sur le rendement des actions et d'autre part, aucun impact significatif sur la valeur de marché des capitaux propres.

- Les études réfutant l'impact de la conformité

Plusieurs études réfutent l'impact de la conformité aux codes de bonne conduite sur la valeur et la performance des entreprises. En analysant un échantillon composé de 317 entreprises cotées sur le marché allemand en 2002, Nowak *et al.* (2005)<sup>275</sup> ne trouvent aucun signe significatif de rendements anormaux autour des dates de publication des déclarations de gouvernance, ce qui indique que les actionnaires ne prêtent pas une attention particulière à ce type d'information. D'autre part, Bauer *et al.*, (2004)<sup>276</sup> confirment ce constat, en analysant un échantillon de 250 sociétés cotées sur l'indice FTSEurofirst 300 en 2000, ils ne trouvent aucune relation significative entre le degré de la conformité aux meilleures pratiques internationales de gouvernance et le rendement opérationnel des entreprises (rendement des capitaux et marge bénéficiaire nette). Bassen *et al.* (2006)<sup>277</sup>, analysent, pour la période de 2003, un échantillon composé de 96 entreprises allemandes et ne trouvent qu'une faible relation entre la conformité au code allemand de gouvernance avec la valeur et la rentabilité des entreprises.

D'autre part, Bianchi *et al.* (2011)<sup>278</sup> mènent une analyse comparative sur le degré d'application effective du code de bonne gouvernance italien en 2007. Ils constatent que sur les 89,9% des entreprises se déclarant conformes au code italien de bonne conduite, seules 32,6% appliquent de manière satisfaisante les recommandations de ce code. De plus, l'écart entre la conformité formelle et la conformité réelle est particulièrement important pour les entreprises non financières et les petites entreprises. Les auteurs expliquent ce constat par le fait que si le marché est satisfait d'un simple énoncé formel de conformité, les entreprises auront inévitablement tendance à ne pas éprouver le besoin de poursuivre réellement les principes du code. En Asie, Gupta (2012)<sup>279</sup> compare la relation entre les pratiques de gouvernance normative et la performance des entreprises dans trois pays à savoir : l'Inde, le Japon et la Corée du Sud. Les résultats montrent que contrairement au modèle de gouvernance indien qui se focalise principalement sur les actionnaires, les modèles japonais et sud-coréen sont plus tournés et basés sur un modèle parties prenantes. D'autre part, les résultats montrent que sur l'ensemble des trois pays, les caractéristiques de gouvernance avaient un impact limité sur le prix des actions et la performance financière des entreprises.

Enfin, dans le contexte français, Refait-Alexandre *et al.* (2014)<sup>280</sup> constatent sur un échantillon d'entreprises cotées sur le SBF 120 en 2009 que la délivrance de déclarations claires et sans ambiguïté, ainsi que la conformité au code de gouvernance de référence sont liées à certaines caractéristiques d'entreprise (secteur d'activité, structure de l'actionnariat, taille). Ils expliquent également que le principe de *comply or explain* est un outil pouvant être utilisé par les entreprises pour communiquer avec leurs partenaires, notamment sur les marchés financiers, plus qu'un instrument réglementaire

<sup>275</sup> Nowak E., Rott R., Mahr, T.G. (2005), « Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt? », *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 34, 252 – 279.

<sup>276</sup> Bauer, R., Günster, N. Otten, R. (2004), « Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance ». *Journal of Asset Management*, 5(2): 91–104.

<sup>277</sup> Bassen, A., Kleinschmidt, M., Prigge, S., Zöllner, C. (2006) « Deutscher Corporate Governance Kodex und Unternehmenserfolg — Empirische Befunde », *Die Betriebswirtschaft*, 66, 375 – 401.

<sup>278</sup> Bianchi M., Ciavarella A., Novembre V., Signoretti R. (2011), « *Comply or explain?* Investor protection through Corporate Governance Codes », *Journal of Applied Corporate Finance* • Volume 23 Number 1.

<sup>279</sup> Gupta P. (2012), « A Study of Impact of Corporate Governance Practices on Firm Performance in Indian, Japanese and South Korean Companies », *SSRN Electronic Journal*.

<sup>280</sup> Refait-Alexandre C., Duhamel J.C., Fasterling B. (2014), « La recherche de légitimité par la conformité aux codes de gouvernance. Une analyse des déclarations de conformité des sociétés françaises du SBF 120 », *Management et Avenir*, vol. 3, n° 69, p. 32-51.

pouvant discipliner les comportements managériaux. Contrairement aux études précitées, Broye *et al.* (2017)<sup>281</sup> examinent la conformité au code de gouvernance relative à la communication des seuls éléments liés à la rémunération des dirigeants ainsi que les facteurs pouvant expliquer leur niveau de divulgation. A partir d'un échantillon de sociétés cotées sur Euronext, ces auteurs mettent en évidence une conformité relativement faible des entreprises avec les recommandations du code AFEP/MEDEF et de l'AMF qui concerne plus particulièrement le détail et les objectifs des critères qualitatifs de la rémunération variable. Par ailleurs, ils montrent que les entreprises familiales sont associées à des scores de divulgation significativement plus faibles, tandis que l'indépendance des administrateurs favorise une divulgation de meilleure qualité. Enfin, la plus grande réticence de ces sociétés à communiquer sur la politique de rémunération peut s'expliquer par un contrôle plus direct du dirigeant par la famille, facilité notamment par une participation directe aux prises de décisions stratégiques.

Le tableau ci-après résume la synthèse des principaux résultats des travaux académiques en sciences de gestion sur la question de la relation entre la gouvernance normative et la performance et la valeur des entreprises.

---

<sup>281</sup> Broye G., Di Giacomo A., Prinz E. (2017), « Gouvernance des entreprises et divulgation d'informations relatives à la rémunération des dirigeants », Working Paper, Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg.

**Tableau 4 : Synthèse des résultats de quelques travaux de recherche de l'impact de la gouvernance normative sur la performance**

Auteurs	Pays	Taille de l'échantillon et année	Mesure de gouvernance	Impact sur la valeur de l'entreprise
Aman et Nguyen (2008)	Japon	1550 (2002-2005)	Code de gouvernance de Nikkei NEEDS-CGE	Positif sur le Q de Tobin et ROA
Bassen <i>et al.</i> (2006)	Allemagne	96 (2003)	CGE	Aucun impact sur le Q de Tobin et le rendement des actions.
Bassen <i>et al.</i> (2009)	Allemagne	100 (2005)	CGE	Négatif sur le Q de Tobin
Bauer <i>et al.</i> (2008)	Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Irlande, Italie, Norvège, Espagne, Pays-Bas, Suède, Suisse et Royaume-Uni	3950 (1997-2008)	Score de l'ISS	Impact négatif sur le ratio cours / valeur comptable et sur le Q de Tobin
Bebczuk (2005)	Argentine	65 (2003-2004)	TDI	Négatif sur le Q de Tobin et positif sur ROA
Beiner <i>et al.</i> (2006)	Suisse	109 (2002)	CGE	Positif sur le Q de Tobin
Bhagat et Bolton (2009)	États-Unis	7665 (1998-2007)	Sarbanes-Oxley (SOX) GIM et OCDE	Positif sur le Q de Tobin et ROA

Auteurs	Pays	Taille de l'échantillon et année	Mesure de gouvernance	Impact sur la valeur de l'entreprise
Bianco <i>et al.</i> (2007)	États-Unis	58 (2004 et 2006)	CGE	Positif sur le Q de Tobin et positif sur ROA
Black (2001)	Russie	21 (1999)	Notation de la banque Brunswick Warburg	Positif sur le Q de Tobin
Bress (2008)	Allemagne	128 (2003/2004)	CGE	Positif sur le Q de Tobin, Aucun impact sur le rendement des actions
Brown et Caylor (2009)	États-Unis	1886 (2003)	Score de l'ISS	Positif sur le Q de Tobin
Carvalho da Silva et Leal (2005)	Brésil	750 (1998,2000,2002)	CGE	Positif sur le Q de Tobin
Cheung <i>et al.</i> (2007)	Hong Kong	168 (2002)	CGE -OCDE	Impact positif sur la valeur des capitaux propres et le ROA
Cheung <i>et al.</i> (2010)	Hong Kong	510 (2002 et 2004-2005)	CGE -OCDE	Positif sur ROA
Cheung <i>et al.</i> (2010a)	Chine	287 (2004-2006)	CGE -OCDE	Positif sur le Q de Tobin et ROA



Auteurs	Pays	Taille de l'échantillon et année	Mesure de gouvernance	Impact sur la valeur de l'entreprise
Cheung <i>et al.</i> (2011)	Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Corée du Sud, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande	1189 (2001-2002 & 2004)	Score CLSA	Positif sur la rentabilité financière ROE
Chong et Lopezde- Silanes (2007)	Mexique	150 (2002-2003)	CGE	Positif sur le Q de Tobin
Drobotz <i>et al.</i> (2004)	Allemagne	253 (2002)	CGE	Positif sur la valeur de marché des capitaux propres et les rendements boursiers
Garay et Gonzalez (2008)	Venezuela	33 (2004)	CGE	Positif sur le Q de Tobin
Goncharov <i>et al.</i> (2006)	Allemagne	61 (2002/2003)	CGE	Aucun impact sur le rendement des actions
Danoshana et Ravivathani (2014)	Sri Lanka	20 sociétés financières (2008/2012)	CGE	Positif sur la performance financière
Gupta <i>et al.</i> (2009)	Canada	695 (2002-2004)	CGE issu de l'indice composé S&P/TSX	Mitigé : positif en 2002 et négatif en 2003 et 2004 sur la valeur de l'entreprise et la performance
Gupta et Sharma (2014)	Inde et Corée du Sud	5+5 (2005 à 2013)	CGE	Impact limité sur le prix des actions ainsi que sur la performance financière de ces sociétés
Jahn <i>et al.</i> (2011)	Allemagne	1487 (2001/2009)	CGE	Aucun impact sur le rendement total des actions
Klock <i>et al.</i> (2005)	États-Unis	1877 (1990-2000)	GIM	Négatif sur le ROA

Auteurs	Pays	Taille de l'échantillon et année	Mesure de gouvernance	Impact sur la valeur de l'entreprise
Lefort et Walker (2007)	Chili	1413 (1990-2002)	CGE	Positif sur le Q de Tobin
Masulis <i>et al.</i> (2007)	États-Unis	3333 (1990-2003)	GIM	Positif sur le Q de Tobin
Nowak <i>et al.</i> (2005)	Allemagne	138 (2002-2003)	CGE	Pas d'impact à court terme sur le prix des actions.
Nowak <i>et al.</i> (2006)	Allemagne	317 (2002-2005)	CGE	La conformité au code n'a pas d'impact sur le prix des actions
Steger et Stiglbauer (2011)	Allemagne	139 PME (2006/2007)	CGE	Aucun impact sur le développement de prix des actions
Stiglbauer (2010a)	Allemagne	113 (2006/2007)	CGE	Pas d'impact sur la valeur de marché des capitaux et le Q de Tobin ; Impact négatif sur le rendement des actions
Stiglbauer (2010b)	Allemagne	25 dans le secteur financier (2006/2007)	CGE	Faible impact sur le Q de Tobin et la valeur de marché des capitaux ; Pas d'impact sur le rendement des titres

CGE = Code de bonne gouvernance d'entreprise, CGE –OCDE : Code de gouvernance basé sur les principes de l'OCDE, GIM = Indice de gouvernance de Gompers *et al.* (2003) ,TDI = Indice de transparence et de communication de S&P500, ISS = Indice de l'Institutional Shareholder Services.

## 2) La performance, conséquence de mécanismes spécifiques de gouvernance

a : La divergence des principes de gouvernance

D'un point de vue académique, plusieurs chercheurs considèrent que les arguments de la suprématie du modèle actionnarial d'inspiration anglo-américaine sur les autres modèles de gouvernance sont peu convaincants. De manière plus radicale, ils reprochent à ce modèle d'être très centré sur la rentabilité financière et la valeur de l'action, induisant ainsi de nombreuses crises financières<sup>282</sup>. En outre, les actionnaires sont souvent très introvertis et manquent de compréhension de la marche générale de l'entreprise. La gouvernance actionnariale présenterait ainsi trois limites majeures : une individualisation des objectifs orientés vers la maximisation des intérêts des actionnaires au détriment de ceux des autres parties prenantes, une focalisation sur le court terme qui ne présente qu'une fraction de la performance globale de l'entreprise et une accélération des innovations nuisible au processus de recherche et développement source de création de valeur pour l'entreprise. De ce fait, postuler que les actionnaires sont les meilleurs garants de la pérennité de l'entreprise et de sa performance et négliger le poids et les intérêts des autres parties prenantes peut s'avérer désastreux pour le développement des entreprises à long terme (Montagne, 2009)<sup>283</sup>. D'ailleurs, dans un document publié en 2013 par le conseil économique, social et environnemental (CESE) intitulé « Performance et gouvernance de l'entreprise »<sup>284</sup>, il a été relevé que :

*..... la performance globale de l'Entreprise doit s'appuyer sur une gouvernance capable de conjuguer les intérêts parfois contradictoires de ses parties prenantes pour proposer une vision stratégique partagée, en particulier instaurer une confiance durable entre la direction de l'entreprise, ses salariés et ses actionnaires. (Page 4)*

*Cette performance devrait désormais s'entendre comme la capacité à satisfaire d'abord sur le long terme les intérêts de toutes les parties prenantes internes, motivées pour participer au projet entrepreneurial sur la durée, et mobilisées pour y apporter les capitaux, les compétences et le travail nécessaire à sa réussite.*

*Pour garantir cet arbitrage équilibré, il est nécessaire de veiller en même temps à plusieurs fondamentaux :*

- *une association dans le fonctionnement quotidien de l'entreprise de ses parties prenantes : dirigeants, salariés, actionnaires ;*
- *une capitalisation suffisante de l'entreprise et cohérente avec ses objectifs, privilégiant l'investissement dans la durée ;*
- *une organisation des instances de décision (gouvernance stricto sensu) diversifiée, ouverte à des compétences variées, formalisée et tenant compte de la taille des entreprises.*

*(Page 45)*

Ainsi, depuis une trentaine d'années, les travaux de recherche ont tendance à prôner une spécificité des mécanismes de gouvernance à chaque entreprise et considèrent que l'idée même de l'existence d'un « modèle universel de bonne gouvernance » n'a pas grand sens. En effet, la bonne gouvernance diffère d'une entreprise à une autre, ces mécanismes doivent s'adapter en permanence aux différentes

<sup>282</sup> Selon M. Jean-Louis Beffa, *président d'honneur et administrateur de Saint-Gobain*, « les actionnaires sont devenus de plus en plus court-termistes et investissent en suivant des choix macro-économiques. Tantôt les offensives, tantôt les défensives, tantôt les cycliques, etc. Ils détiennent les actions 18 mois environ. Ils montrent une absence totale d'affectio societatis, de compréhension intime de la marche des entreprises ». in (Rafael A. 2013, p.29).

<sup>283</sup> Montagne S. (2009), « Le court-termisme institutionnalisé : les effets de la gestion de portefeuille déléguée », Les fonds souverains, Revue d'Économie Financière, Revue de l'Association d'économie financière, hors série.

<sup>284</sup> Rafael A. (2013), « performance et gouvernance de l'entreprise », Avis du Conseil économique, social et environnemental, Les éditions des JOURNAUX OFFICIELS.

évolutions internes de l'entreprise et à ces interactions avec l'environnement (Hermalin et Weisbach, 2003)<sup>285</sup>. A cet effet, Garvey et Swan (1994)<sup>286</sup> signalent que « *la gouvernance de l'entreprise ne peut être comprise dans un monde où les droits de propriété sont parfaitement définis, de telle sorte que les actionnaires en tant que créanciers résiduels, représentent le seul groupe digne de considération. (...). En effet, c'est seulement lorsque les contrats sont incomplets que les problèmes de gouvernance deviennent intéressants mais, en conséquence, les actionnaires ne sont plus les vrais créanciers résiduels* » (Garfatta, 2010, p.52)<sup>287</sup>. De la même façon, Bradley *et al.* (2000)<sup>288</sup>, soulignent que la nature changeante des entreprises et des marchés financiers peut rendre obsolètes les bases les plus fondamentales sur lesquelles les idées actuelles en matière de gouvernance d'entreprise sont construites. Des recherches récentes suggèrent que l'efficacité des règles de gouvernance est tributaire d'une grande variété de facteurs, tels que le développement économique national (Chen et Shapiro, 2011)<sup>289</sup>, les institutions nationales (Carney *et al.* 2011)<sup>290</sup>, le contexte industriel (Chancharat *et al.* 2012)<sup>291</sup>, la structure de propriété (Desender *et al.* 2012)<sup>292</sup>, et les conditions financières de l'entreprise et les étapes de son cycle de vie (Siddiqui, 2015)<sup>293</sup>. Toutefois, d'une manière générale, Jensen (1993), avance que les mécanismes de gouvernance de l'entreprise sont conçus par l'interaction de quatre forces majeures à savoir : le contexte juridique et réglementaire, l'environnement interne, l'environnement externe et la concurrence sur le marché des produits. Bien que les frontières entre ces forces ne soient pas faciles à identifier, cette catégorisation permet d'avoir un schéma de base pour l'organisation d'une revue de littérature sur la théorie de la gouvernance et ses implications.

Les développements précédents permettent alors de tracer les contours d'un modèle stylisé de la gouvernance selon l'approche aujourd'hui dominante. Celle-ci résulte de mécanismes internes et externes dont la gouvernance normative n'est qu'une fraction des mécanismes de contrôle non spécifiques à une entreprise particulière. (Tableau 5).

---

<sup>285</sup> Hermalin B., Weisbach M. (2003), « Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature », *Economic Policy Review*, vol. 9, p. 7-26.

<sup>286</sup> Garvey G.T., Swan P.L. (1994), «The Economics of Corporate Governance, Beyond the Marshallian Firm», *Journal of Corporate Finance*, Vol.1, N°2, P.139-174.

<sup>287</sup> Garfatta R. (2010), « Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale : application au contexte français ». Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne.

<sup>288</sup> Bradley, M., Schipani, C. A., Sundaram, A. K., & Walsh, J. P. (2000). « The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: corporate governance at a crossroads ». Working paper, Duke University ; Rajan, R. G., & Zingales, L. (2000). « The governance of the new enterprise ». Working paper, National Bureau of Economic Research.

<sup>289</sup> Chen, V. Z., Li, J., & Shapiro, D. (2011). « Are OECD-prescribed "good economy"? ». *Asia Pacific Journal of Management*, 26: 15–138.

<sup>290</sup> Carney, M., Gedajlovic, E. R., Heugens, P. P. M. A. R., Van Essen, M., & Van Oosterhout, J. (2011), « Business group filiation, performance, context, and strategy: A meta-analysis ». *Academy of Management Journal*, 54: 437–460 ; Henrekson, M. & Jakobsson, U. (2012). « The Swedish corporate control model: Convergence, persistence or decline? ». *Corporate Governance: An International Review*, 20: 212–227 ; Renders, A. & Gaeremynck, A. (2012). « Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in European listed companies ». *Corporate Governance: An International Review*, 20: 125–143.

<sup>291</sup> Chancharat, N., Krishnamurti, C., & Tian, G. (2012). « Board structure and survival of new economy IPO firms ». *Corporate Governance: An International Review*, 20: 144–163.

<sup>292</sup> Desender, K., Aguilera, R. V., Crespi-Cladera, R., et Garcia-Cestona, M. A. (2012). « When does ownership matter? Board characteristics and behavior ». *Strategic Management Journal*.

<sup>293</sup> Dowell, G., Shackell, M., & Stuart, N. (2011). « Boards, CEOs, and surviving a financial crisis: Evidence from the internet shakeout ». *Strategic Management Journal*, 32: 1025–1045.

**Tableau 5 : Le modèle disciplinaire standard de la gouvernance pour l'entreprise**

	Mécanismes spécifiques	Mécanismes non spécifiques
<b>Mécanismes intentionnels</b>	Conseil d'administration bien informé et indépendant (rôle de surveillance pour réduire les coûts d'agence)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- environnement légal et réglementaire assurant la protection des investisseurs financiers</li> <li>- codes de gouvernance (Cadbury, OCDE, Bouton...) recommandant des pratiques du conseil conçues pour minimiser les coûts d'agence managériaux)</li> </ul>
<b>Mécanismes spontanés</b>	<b>surveillance mutuelle</b> des dirigeants pour réduire l'asymétrie d'information	<ul style="list-style-type: none"> <li>- marché des biens et des services</li> <li>- marché financier</li> <li>- marché du travail des dirigeants</li> <li>- norme de maximisation de la valeur actionnariale (la valeur de marché à long terme est présentée comme l'objectif central de l'entreprise qui, selon Jensen, 2000, devrait permettre de différencier les bonnes décisions des mauvaises)</li> </ul>

**Source : Valeurs du dirigeant, conception de la propriété et modèle de gouvernance : une illustration à travers le cas du groupe Auchan, (Wirtz et Laurent, 2010, P.11<sup>294</sup>).**

b : Les spécificités des liens de causalité entre mécanismes de gouvernance et performance  
 Si des corrélations entre gouvernance et performance peuvent donc être identifiées au terme de la revue de littérature en économie et sciences de gestion, encore faut-il pouvoir leur fournir une explication s'appuyant sur des relations causales vraisemblables, entre une pratique de gouvernance spécifique de l'entreprise et les effets supposément positifs en termes de valeur que leur prête la théorie de l'agence. Or, ces relations causales demeurent le plus souvent tributaires de facteurs perturbateurs, ce qui amène à amoindrir la pertinence des corrélations susmentionnées.

Dans ce contexte, Denis (2001)<sup>295</sup> relève deux importantes problématiques. La première cherche à identifier dans quelle mesure les mécanismes de gouvernance contribuent à la convergence entre les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires (et, dans l'affirmative, comment ?), tandis que la seconde s'intéresse à l'impact de ces mécanismes sur la performance et / ou la valeur de l'entreprise.

Théoriquement, ces deux problématiques sont très liées et l'alignement des intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires contribue à la réduction des coûts d'agence et à l'amélioration de la performance et la création de richesse de l'entreprise. Cependant, Denis (2001) soulève une remarque très importante concernant la recherche sur les éventuels effets des mécanismes de gouvernance sur la performance, il explique que les problèmes d'endogénéité relatives aux variables de gouvernance présentent de réels défis pour les chercheurs, il n'est pas toujours évident de montrer empiriquement l'effet de causalité entre gouvernance et performance, les résultats des recherches dans cette matière doivent être interprétés avec une certaine précaution.

Concrètement, la performance de l'entreprise peut être influencée par une multitude de variables dont l'interdépendance est souvent source de problèmes de multi-colinéarité. Dans cette situation, l'impact des mécanismes de gouvernance sur la performance de l'entreprise serait difficilement

<sup>294</sup> Laurent B., Wirtz P. (2010), « Valeurs du dirigeant, conception de la propriété et modèle de gouvernance : une illustration à-travers le cas du groupe Auchan », *Cahier du FARGO*, n° 1100703, juillet.

<sup>295</sup> Denis D. K. (2001), « Twenty-five years of corporate governance research . . . and counting », *Review of Financial Economics* 10 : 191–212.

justifiable. D'autant plus que, si on considère que les entreprises présentant des caractéristiques structurelles et environnementales similaires adoptent souvent des mécanismes de gouvernance assez proches et affichent des niveaux de performance comparables, tout lien entre gouvernance et performance ne serait qu'une simple corrélation statistique ne permettant pas d'affirmer un éventuel impact des mécanismes de gouvernance sur la performance.

D'autre part, la relation de causalité entre les mécanismes de gouvernance et la performance peut être bidirectionnelle (Bouissou *et al.* 2013, P.112)<sup>296</sup>, c'est-à-dire que la gouvernance d'entreprise doit être améliorée pour que les marchés des capitaux puissent se développer, et que parallèlement, l'essor de ces marchés aidera à renforcer la gouvernance d'entreprise. A ce titre, La Porta *et al.* (1999)<sup>297</sup> font remarquer que la structure du capital des entreprises s'adapte en fonction du modèle de gouvernance prédominant. A titre d'exemple, un modèle de gouvernance basé sur le renforcement de la protection des actionnaires stimule la confiance de ces derniers et les encourage à investir davantage sur les marchés financiers ce qui amplifierait la dispersion du capital des entreprises. Egalement, la pratique montre que les entreprises ont souvent tendance à augmenter le nombre d'administrateurs indépendants suite à des périodes de mauvaise performance. Dans cette situation, la relation négative observée entre le nombre d'administrateurs indépendants et la performance peut conduire le chercheur à penser, de manière erronée, que les administrateurs indépendants influencent négativement la performance de l'entreprise.

Les problèmes d'endogénéité peuvent également dissimuler la relation entre les mécanismes de gouvernance et la performance. En effet, la complexité de la corrélation entre les variables explicatives de la performance suggère qu'il n'existe pas un seul modèle de mécanismes de gouvernance qui soit optimal pour l'ensemble des entreprises. En effet, un mécanisme de gouvernance optimal pour une entreprise peut ne pas l'être pour une autre entreprise présentant des caractéristiques différentes. Dans ce cas, même si les mécanismes de gouvernance influencent la performance de l'entreprise, les études empiriques seraient incapables d'observer une relation significative du fait de l'absence d'une structure de bonne gouvernance adéquate à toutes les entreprises. Par exemple, si on suppose que les entreprises d'une certaine maturité avec peu d'opportunité de croissance bénéficient davantage de l'expertise de leurs administrateurs indépendants et que les entreprises à forte croissance bénéficient davantage de l'expertise de leurs dirigeants, un test économétrique transversal sur ces deux catégories d'entreprises, sans contrôler l'opportunité de croissance, peut faussement révéler l'absence d'influence des administrateurs indépendants sur la création de valeur des entreprises.

Les problèmes d'endogénéité dans la recherche empirique sur la gouvernance d'entreprise sont importants et exigent que les tests économétriques soient rigoureusement conçus et que les résultats soient soigneusement interprétés. La compréhension de ces problèmes est d'autant plus importante lorsqu'on s'intéresse à la gouvernance normative supposée être la meilleure pour l'ensemble des entreprises quelles que soit leurs caractéristiques internes et/ou externes.

---

<sup>296</sup> Bouissou J.M., Hochraich D., Milelli C. (2003), « Après la crise : les économies asiatiques face aux défis de la mondialisation », KARTHALA Editions, 424 pages.

<sup>297</sup> La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (1999), « Ownership around the world », *Journal of Finance* 54, 471-517.

## **II : Mécanismes spécifiques de gouvernance et valeur d'entreprise**

### **A/ Caractéristiques du conseil d'administration et performance financière de l'entreprise**

Le conseil d'administration occupe une place privilégiée dans la gouvernance : il est considéré comme un organe central, inscrit au cœur de cette dernière (Hermalin et Weisbach 2003)<sup>298</sup>. Les questions de son utilité et de ses implications sur la performance et la valeur constituent les problématiques les plus débattues au cours des dernières années dans les travaux de recherche en gouvernance d'entreprise. D'une manière générale, le conseil d'administration est considéré comme l'un des principaux instruments permettant de remédier aux carences des gestionnaires (Adjaoud F., *et al.*, 2007)<sup>299</sup>.

D'une manière générale, les études menées sur la question des caractéristiques du conseil d'administration se focalisent essentiellement sur la taille du conseil, la proportion des administrateurs externes et indépendants. Toutefois, les résultats des travaux réalisés sur ce sujet sont contradictoires (voir tableau 6), certains auteurs affirment que les caractéristiques du conseil sont déterminées de manière exogène et sont liées à l'objectif d'amélioration de la performance des entreprises. A ce titre, Jensen (1993), Yermack (1996)<sup>300</sup>, Eisenberg, Sundgren, et Wells (1998)<sup>301</sup>, et Mak et Kusnadi (2002)<sup>302</sup> trouvent que les conseils de petite taille sont corrélés avec une valeur d'entreprise plus élevée. D'autre part, Baysinger et Butler (1985)<sup>303</sup> et Mehran (1995)<sup>304</sup> trouvent que la valeur des entreprises est significativement corrélée avec une plus grande proportion de membres indépendants au niveau du conseil. Ainsi, une bonne gouvernance, d'après ces auteurs, se concrétise lorsqu'il existe au niveau de l'entreprise un conseil d'une petite taille et une grande proportion d'administrateurs indépendants. Cependant, à l'opposé de ces résultats des travaux précités, plusieurs études théoriques et empiriques avancent que les caractéristiques du conseil sont déterminées de manière endogène. Autrement dit, ce n'est pas dans un objectif de performance que la structure du conseil se détermine mais plutôt en fonction de l'environnement interne de l'entreprise (exemple. Kole et Lehn 1999<sup>305</sup> ; Mak et Rousch 2000<sup>306</sup> ; Prevost, Rao, et Hossain 2002<sup>307</sup> ; Hermalin et Weisbach 1998<sup>308</sup>, 2003<sup>309</sup> ; Baker et Gompers

---

<sup>298</sup> Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (2003), « Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature », *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, issue Apr, pages 7-26.

<sup>299</sup> Adjaoud F., Zeghal D., Andaleeb S. (2007), « The Effect of Board's Quality on Performance: a study of Canadian firms », *Journal compilation Volume 15 Number 4 July*.

<sup>300</sup> Yermack D. (1996), « Higher market valuation of companies with a small board of directors », *Journal of Financial Economics*, 40, 185-221.

<sup>301</sup> Eisenberg T., Sundgren S., Wells M. T. (1998), « Larger board size and decreasing firm value in small firms », *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.

<sup>302</sup> Mak Y.T., Kusnadi Y. (2005), « Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value », *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 301-318.

<sup>303</sup> Baysinger B., Butler H. (1985). « Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition ». *Journal of Law, Economics, and Organizations*, 1 (1), 101-24.

<sup>304</sup> Mehran H. (1995), « Executive compensation structure, ownership, and firm performance », *Journal of Financial Economics*. 38, 163-184.

<sup>305</sup> Kole S.R., Lehn M.K. (1999), « Deregulation and the adaptation of governance structure: the case of the U.S. airline industry », *Journal of Financial Economics*, 52, 79-117.

<sup>306</sup> Mak Y.T., Rousch M.L. (2000), « Factors affecting the characteristics of board of directors: an empirical study of New Zealand initial public offering firms », *The Journal of Business Research*, 47, 147-159.

<sup>307</sup> Prevost A.K., Rao R.P., Hossain M. (2002), « Determinants of board composition in New Zealand: a simultaneous equations approach », *Journal of Empirical Finance*, 9, 373-397.

<sup>308</sup> Hermalin B.E., Weisbach M.S. (1998), « Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO », *American Economic Review*, 88, 96-118.

<sup>309</sup> Hermalin B.E., Weisbach M.S. (2003), « Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of economic literature », *Economic Policy Review*, 9, 7-26.

2003<sup>310</sup> ; Raheja 2005<sup>311</sup> ; Lehn, Patro, et Zhao 2003<sup>312</sup> ; Hartzell et Starks 2003<sup>313</sup> ; Boone, *et al.* 2007<sup>314</sup> ; et Adams 2005<sup>315</sup>).

### 1) La taille du conseil

Plusieurs travaux de recherche ont démontré que les conseils de petite taille sont plus efficaces et permettent aux entreprises de générer plus de profits. En effet, même si intuitivement, on peut supposer que les conseils de grande taille disposent d'une plus grande capacité à contrôler les agissements des dirigeants, les éventuels coûts supplémentaires liés aux problèmes de communication et à la lenteur de prise de décision peuvent nuire à son fonctionnement, (John et Senbet, 1998)<sup>316</sup>. Jensen (1993) indique que lorsque la composition du conseil dépasse sept ou huit membres, le fonctionnement de ce dernier se trouve altéré et les dirigeants peuvent en profiter pour maximiser leurs propres intérêts et tenter d'augmenter leur niveau d'enracinement, la taille élevée du conseil d'administration favorise la domination du dirigeant en faisant naître des coalitions et des conflits de groupe. Lipton et Lorsch (1992)<sup>317</sup> explique que certains conseils d'administration sont inefficaces parce qu'ils sont si grands que les administrateurs ne sont pas en mesure d'avoir des discussions constructives auxquelles tous les membres contribuent. Ils estiment qu'une bonne taille d'un conseil ne doit pas dépasser dix membres et idéalement huit ou neuf membres. Par ailleurs, Yermack (1996) trouve de manière empirique que les entreprises qui possèdent un grand conseil affichent un faible ratio de Q de Tobin. Pour un échantillon composé de 452 entreprises indexées sur le Forbes 500<sup>318</sup> entre 1984 et 1991, il teste la corrélation entre le Q de Tobin et la taille du conseil et trouve une relation inversée entre la valeur de marché des entreprises et la taille du conseil d'administration. Il trouve également que les entreprises disposant d'un petit conseil d'administration jouissent d'une meilleure performance et fournissent de plus fortes incitations aux dirigeants pour réaliser de super-profits. Eisenberg *et al.*, (1998) confirment les résultats de Yermack sur un échantillon de petites et moyennes entreprises finlandaises. Cependant, d'autres travaux de recherche montrent des résultats opposés et mettent en évidence une relation positive entre la taille du conseil et la performance. Par exemple, Ferris, Jagannathan, et Pritchard (2003)<sup>319</sup> ont analysé un large échantillon d'entreprises américaines et ont trouvé une relation positive entre la taille du conseil et le *market-to-book* ratio<sup>320</sup> et le rapport entre la valeur comptable de l'action d'une société et sa valeur de marché. D'autres part, Bhagat et

---

<sup>310</sup> Baker M., Gompers P.A. (2003), « The determinants of board structure at the initial public offering », *Journal of Law and Economics*, 46, 569-598.

<sup>311</sup> Raheja C. (2005), « The interaction of insiders and outsiders in monitoring: a theory of corporate boards », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 283-306.

<sup>312</sup> Lehn K., Patro K., Zhao M. (2003), « Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935-2000 », Working Paper, University of Pittsburgh.

<sup>313</sup> Hartzell J., Starks L. (2003), « Institutional investors and executive compensation », *Journal of Finance* 58, 2351-2374.

<sup>314</sup> Boone A., Field L.C., Karpoff J., Raheja C.G. (2007), « The determinants of board size and composition: an empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, 85 : 66-101.

<sup>315</sup> Adams R.B. (2005), « What do boards do? Evidence from committee meeting and director compensation data », Working Paper, Federal Reserve Bank of New York.

<sup>316</sup> John K., Senbet W.L. (1998), « Corporate governance and board effectiveness », *Journal of Banking and Finance*, 22.

<sup>317</sup> Lipton M., Lorsch J.W. (1992), « A modest proposal for improved corporate governance », *Business Lawyer*, 48, 59- 77.

<sup>318</sup> Le Forbes 500 est un classement établi chaque année par le magazine Forbes des 500 premières entreprises américaines. Il s'appuie sur cinq facteurs: chiffre d'affaires, profits, actifs, capitalisation et masse salariale. Cette liste a été publiée pour la dernière fois en mars 2003 (sur la base des données de 2002) et a été remplacé par Forbes Global 2000, qui comprend des sociétés non américaines.

<sup>319</sup> Ferris S.P., Jagannathan M., Pritchard A. C. (2003), « Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments », *Journal of Finance*, 58, 1087-1112.

<sup>320</sup> Le market-to-book ratio est un indicateur qui rapporte la valeur comptable de l'action d'une société à sa valeur de marché.



Black (2002) ne trouvent pas de relation significative entre la taille du conseil et la performance sur un échantillon d'entreprises américaines.

## 2) L'indépendance des administrateurs

En fonction de la nature de la relation entre les membres du conseil et l'entreprise dans laquelle ils exercent, ces derniers peuvent être classés en administrateurs internes ou externes. Les administrateurs externes peuvent également être classés en administrateurs externes affiliés et des administrateurs indépendants. Les administrateurs internes sont ceux qui exercent une fonction au sein de l'entreprise. La catégorie des administrateurs externes affiliés regroupe les anciens salariés de l'entreprise ainsi que ceux des banques, clients et fournisseurs significatifs et des entreprises de conseil. Sont également compris dans cette catégorie les administrateurs détenteurs de mandat croisé et les administrateurs siégeant depuis plus de dix ans au conseil. Les administrateurs externes ne jouissant pas d'une affiliation sont considérés comme indépendants. Cette classification souvent utilisée dans les travaux de recherche est justifiée par le fait que les membres internes et les membres externes n'ont pas la même efficacité de surveillance. Dans ce cadre, Weisbach (1988)<sup>321</sup> montre que contrairement aux administrateurs externes, l'étroite relation qui lie les administrateurs internes aux dirigeants réduit leur motivation à superviser ces derniers, dans ce sens, les administrateurs seront moins susceptibles de contester ou de remplacer les cadres dirigeants. Charreaux et Pitol-Belin (1992)<sup>322</sup> précisent que l'objectif de la nomination des administrateurs indépendants est de fournir au conseil des compétences, un jugement neutre et objectif, de constituer un élément régulateur et d'assurer que la performance des dirigeants répond aux normes habituelles. L'introduction des administrateurs indépendants apparaît donc indispensable afin de limiter les risques de collusion entre administrateurs et dirigeants (Jensen, 1993 ; Fama et Jensen, 1983). Cependant, même si on considère souvent que la présence de membres indépendants dans le conseil d'administration est signe d'une bonne gouvernance, une analyse approfondie du rôle du conseil d'administration peut révéler que l'indépendance des administrateurs peut avoir un effet négatif sur la création de valeur.

En effet, le conseil d'administration a une double fonction : d'une part, il contrôle les agissements des dirigeants au profit des actionnaires et d'autre part, il les conseille sur des questions stratégiques de l'entreprise. Un auteur met en avant le fait que le poids respectif de ces deux fonctions, conseil et contrôle, varie selon la taille et les caractéristiques de la firme (Ginglinger E., 2012)<sup>323</sup>. La fonction de conseil prévaut dans les firmes de taille moyenne, avec un actionnariat concentré, tandis que la fonction de contrôle ou disciplinaire prend plus d'importance dans les grandes entreprises. Quelle que soit la forme de l'entreprise, l'indépendance des administrateurs permet d'élargir les réseaux et les horizons professionnels et d'opérer des contrôles plus objectifs des dirigeants. Toutefois, si on considère que les administrateurs indépendants ne disposent pas de suffisamment de temps à consacrer à l'entreprise et qu'ils ont besoin de davantage d'informations pour prendre une décision que les autres administrateurs, on peut facilement conclure que la relation entre l'indépendance des administrateurs, la qualité des contrôles et la performance des entreprises n'est pas facile à mettre en évidence.

Dans ce cadre, plusieurs études empiriques ne valident pas l'efficacité de la fonction de contrôle opérée par des administrateurs indépendants (Johnson J., *et al.* 1996)<sup>324</sup>. Il en est de même pour

---

<sup>321</sup> Weisbach M.S. (1988), « Outside directors and ceo succession », *Journal of Financial Economics* 20 431 :60.

<sup>322</sup> Charreaux G., Pitol-Belin J. P. (1992), « Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires », *Revue française de Gestion*, 1992, p. 84-92.

<sup>323</sup> Ginglinger E. (2012), « Quelle gouvernance pour créer de la valeur? ». *Revue d'Economie Financière*, n°106, p. 227-242.

<sup>324</sup> Johnson J., Daily C.M. et Ellstrand A.E. (1996), « Boards of Directors : A Review and Research Agenda », *Journal of Management*, vol. 22, p. 409-438 ; Ferris S.P., Jagannathan M. et Prichard A. (2003), « Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments », *Journal of Finance*, vol. 58, p.

l'incidence des administrateurs indépendants sur la performance de l'entreprise ; certains auteurs montrent en effet qu'il n'existe pas de lien statistique entre le pourcentage d'administrateurs indépendants et la performance (Bhagat S. et Black B. 2002)<sup>325</sup> ; Baysinger et Butler (1985)<sup>326</sup> concluent qu'il n'existe aucune relation entre la performance de l'entreprise et la proportion des administrateurs indépendants. De même, Forsberg (1989)<sup>327</sup>, Hermalin et Weisbach (1991)<sup>328</sup>, et Klein (1998)<sup>329</sup> ne trouvent aucune relation significative entre la composition du conseil et la performance des entreprises. D'autres études constatent qu'une proportion élevée d'administrateurs indépendants peut nuire à la performance. Yermack (1996), Barnhart et Rosenstein (1998)<sup>330</sup> montrent une relation négative et significative entre la proportion d'administrateurs indépendants et la performance mesurée par le Q de Tobin. Agrawal et Knoeber (1996)<sup>331</sup> trouvent des résultats similaires avec la proportion des administrateurs externes. Klein (1998) arrive également à une relation négative et significative entre la variation de la capitalisation des entreprises et la proportion des administrateurs indépendants, et une relation positive entre la proportion des administrateurs internes dans le comité économique et financier et la performance comptable et financière.

L'analyse des résultats des travaux empiriques précités montre que l'indépendance des membres du conseil d'administration ne peut être considérée comme un outil garantissant des contrôles plus pertinents et efficaces des agissements des dirigeants et par suite, d'une performance subséquente plus importante.

### 3) *Réflexion sur le lien de causalité entre conseil d'administration et performance*

Le lien de causalité entre conseil d'administration et performance reste jusqu'à aujourd'hui très controversé et les résultats des recherches antérieures affirmant des relations significatives peuvent être critiqués à plusieurs niveaux. En 2007, Boone *et al.* recensent trois théories, non mutuellement exclusives, concernant les déterminants de la composition et de la taille du conseil d'administration. Premièrement, la structure du conseil est tributaire de la portée et de la complexité des opérations de l'entreprise. En effet, lorsqu'une entreprise grandit, le conseil serait naturellement demandeur de plus d'informations pour superviser les dirigeants ce qui requiert un conseil d'une plus grande taille. Lehn *et al.* (2004) et Coles *et al.* (2008) expliquent également que l'ouverture des entreprises en phase de croissance sur de nouvelles activités nécessite le recrutement de nouveaux administrateurs spécialisés afin de superviser les nouvelles lignes de production ou les nouveaux secteurs géographiques d'activité. Parallèlement, la portée et la complexité des opérations de l'entreprise affectent également la composition du conseil. Les grandes entreprises sont sujettes à des problèmes d'agence assez

---

1087-1112 ; Fich E. et Shivdasani A. (2006), « Are Busy Boards Effective Monitors? », *The Journal of Finance*, vol. LXI, p. 689-724.

<sup>325</sup> Bhagat S. et Black B. (2002), « The Non-Correlation between Board Independence and Long Term Performance », *Journal of Corporation Law*, vol. 27, p. 231-273.

<sup>326</sup> Baysinger B.D., Butler H.N. (1985), « Corporate Governance and Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition », *Journal of Law, Economics and Organisation*, 1, 101-124.

<sup>327</sup> Forsberg R. (1989), « Outside Directors and Managerial Monitoring », *Akron Business and Economic Review*, 20, 24-32.

<sup>328</sup> Hermalin S., Weisbach M. (1991), « The effects of board composition and direct incentives on firm performance », *Financial management*, 20, 101-112.

<sup>329</sup> Klein A. (1998), « Firm Performance and Board Committee Structure », *Journal of Law and Economics*, Vol. 41, No. 1, P.275-303.

<sup>330</sup> Barnhart S., Rosenstein S. (1998), « Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis », *The Financial Review*, 33 (4), 1-16.

<sup>331</sup> Agrawal A. et Knoeber C.R. (1996), « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, p. 377-397 ; Klein A. (1998), « Firm Performance and Board Committee Structure », *Journal of Law and Economics*, vol. 41, p. 275-303 ; Cavaco S., Challe E., Crifo P. et Rebérioux A. (2012), « Conseils d'administration et performance des sociétés cotées », Rapport pour l'Institut CDC pour la Recherche.

significatifs ce qui nécessite une plus grande proportion d'administrateurs externes (Crutchley *et al.* 2004<sup>332</sup> ; Lehn *et al.* 2004), également, la diversité et la complexité des opérations réalisées dans les grandes entreprises nécessitent que les dirigeants soient supervisés de manière plus rigoureuse (Anderson *et al.* 2000<sup>333</sup>, Coles *et al.* 2008).

La seconde théorie avancée par Boone *et al.* (2007) est issue des travaux de Raheja (2005)<sup>334</sup>, Harris et Raviv (2005)<sup>335</sup>, Lehn *et al.* (2004), et Coles *et al.* (2008). Elle considère que la taille et la composition du conseil d'administration résulte d'un compromis entre les coûts et les bénéfices de la supervision des dirigeants. Lorsque ces derniers disposent de fortes opportunités à en tirer des avantages privés ou lorsque les coûts nécessaires pour les contrôler sont faibles, les bénéfices liés au contrôle et à la supervision des dirigeants augmentent. Cette idée est formalisée dans le modèle théorique de Raheja (2005). Ce dernier démontre que la structure optimale du conseil et son efficacité dépendent des caractéristiques de l'entreprise et de ses dirigeants. Les membres internes du conseil sont une source importante d'informations spécifiques au regard de l'entreprise. Cependant, leur objectivité est controversée du fait du manque d'indépendance par rapport aux cadres dirigeants. Les administrateurs externes jouissent d'une meilleure indépendance et supervisent plus efficacement les dirigeants. Toutefois, le manque d'information par rapport aux contraintes et les opportunités de l'entreprise font augmenter les coûts de contrôle et de vérification. Par conséquent, une conception optimale du conseil se définit par un équilibre permettant de favoriser un environnement dans lequel la majorité des membres du conseil votent pour les projets à forte valeur ajoutée. D'autre part, les entreprises ayant des activités facilement contrôlables telles que les entreprises commerciales et ne nécessitant pas de connaissances spécifiques justifiant la présence d'une forte proportion d'administrateurs internes, peuvent profiter de la neutralité et de l'indépendance des administrateurs externes et par conséquent avoir une grande proportion de ces derniers dans le conseil. A l'opposé, les entreprises spécialisées dans des projets de haute technologie et dont l'activité est difficilement contrôlable doivent avoir une plus grande proportion d'administrateurs internes.

Cette idée de compromis entre les coûts et les avantages du *monitoring* et leur impact sur la taille et la structure du conseil a fait l'objet de plusieurs tests empiriques. Les résultats montrent que les entreprises ont tendance à avoir un conseil d'une petite taille et que les membres sont moins indépendants lorsque le coût du contrôle est élevé, soit en raison d'un environnement bruyant (Gillan *et al.* 2004<sup>336</sup>), d'un grand potentiel de croissance (Lehn *et al.* 2004, Coles *et al.* 2008), ou d'une grande asymétrie d'information entre dirigeant et actionnaires (Linck *et al.* 2008<sup>337</sup>).

Troisièmement, la composition du conseil résulte d'une négociation entre les dirigeants de l'entreprise et les membres externes du conseil d'administration. Hermalin et Weisbach (1998) fournissent un modèle théorique dans lequel l'efficacité du conseil est une fonction des négociations entre les dirigeants et les membres du conseil concernant la rémunération des dirigeants et le remplacement des membres du conseil. Cependant, si ces négociations s'avèrent infructueuses, le conseil recrutera un nouveau dirigeant. En conséquence, la structure du conseil et ses actions sont déterminées de manière endogène.

---

<sup>332</sup> Crutchley C., Garner J., Marshall B. (2004), « Does one-size fit all? A comparison of boards between newly public and mature firms », working paper, Drexel University, Philadelphia, PA.

<sup>333</sup> Anderson R.C., Bates T.W., Bizjak J.M., Lemmon, M.L. (2000), « Corporate governance and diversification », *Financial management*, vol. 29, pp. 5-22.

<sup>334</sup> Raheja C.G., (2005), « Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, 283-306.

<sup>335</sup> Harris M., Raviv A. (2005), « Allocation of decision-making authority », *Review of Finance* 9, 352-383.

<sup>336</sup> Gillan S., Hartzell J., Starks L. (2004), « Explaining corporate governance: boards, bylaws, and charter provisions », Weinberg Center for Corporate Governance Working paper.

<sup>337</sup> Linck J.S., Netter J.M., Yang T. (2008), « The Determinants of Board Structure », *Journal of Financial Economics* 87 : 308-328.

**Tableau 6 : Synthèse des travaux sur la relation entre le conseil d'administration et la valeur de l'entreprise**

<b>Variable de gouvernance</b>	<b>Auteurs</b>	<b>Relation avec la valeur de l'entreprise</b>
<b>Taille du conseil</b>	Yermack (1996)	Association négative
	Eisenberg <i>et al.</i> (1998)	Négative
	Conyon & Peck (1998)	Relation inversée
	Dalton <i>et al.</i> (1999)	Faiblement positive, mais modérée par la taille de l'entreprise
	Brown et Caylor (2004)	Les conseils de six à quinze administrateur présentent de meilleurs rendements de marge nette
	Coles, Daniel et Naveen (2004)	Positive avec le Q de Tobin
<b>Indépendance des membres du conseil</b>	Fosberg (1989)	Relation insignifiante
	Baysinger, Kosnik, Turk (1991).	Relation positive avec les frais de R&D
	Yermack (1996), Agrawal et Knoeber (1996)	Corrélation négative
	Vafeas et Theodorou (1998) Lawrence et Stapledon (1999)	Relation mitigée Corrélation positive
	Bhagat et Black (2002),	Corrélation inverse
	Brown et Caylor (2004), MacNeil et Li (2006)	Corrélation inverse
	Baysinger et Butler (1985)	Corrélation non significative
	Cotter et Silvester (2003)	Corrélation non significative
	Dahya et McConnell (2005)	Corrélation positive avec la nomination d'un président externe
	Belden, Fister et Knapp (2005)	Relation positive

## B/ La sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance financière des entreprises

La littérature académique sur la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises est très vaste et fournit des résultats également contradictoires. Les études menées dans ce domaine sont principalement basées sur le cadre de la théorie d'agence. Selon cette théorie, la politique de rémunération est un mécanisme important dans les entreprises où les dirigeants prennent des décisions qui ne peuvent être facilement contrôlées par les actionnaires (André et Schiehl, 2004)<sup>338</sup>. Les actionnaires disposent principalement de deux moyens pour discipliner les dirigeants à savoir : le pouvoir de nomination et de révocation *ad nutum* et la mise en place d'une politique de rémunération incitative. Ainsi, concevoir une politique de rémunération des dirigeants indexée sur des mesures de performance constitue un très bon outil permettant aux sociétés d'aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires, réduisant ainsi les conflits potentiels entre eux. Cependant, le débat sur le sujet est loin d'être aussi simple que la théorie veut le démontrer. La rémunération des dirigeants est souvent source de polémiques qui ont fait l'objet d'innombrables articles de presse. D'ailleurs, le Rapport Houillon du 7 juillet 2009<sup>339</sup> relève qu' «... *il ne s'est jamais passé plus de trois ans en France sans qu'un scandale sur la rémunération ou les indemnités de départ d'un dirigeant de grande entreprise cotée éclate ; se sont en effet succédées les affaires Messier (2002), Bernard (2005), Forgeard et Zacharias (2006), Tchuruk et Russo (2008), Morin (2009)* » (Rapport Houillon, 2009, p.9). Cette succession de scandales associée à une littérature académique dont les conclusions sont fragiles voire contradictoires, met en évidence que le débat sur la rémunération des dirigeants est loin d'être clos.

### 1) La relation entre rémunération des dirigeants et performance financière

Jensen et Murphy (1990)<sup>340</sup> ont été les précurseurs à s'intéresser à la question de la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise et la définissent comme étant le « *changement en unité de dollar de la richesse des dirigeants associée au changement d'un dollar de la richesse des actionnaires* ». D'après ces deux auteurs, le changement de la richesse des dirigeants se présente à travers la somme de la valeur des options nouvellement attribuées, le changement de la valeur des options en circulation, et le surplus obtenu à partir des options exercées au cours de l'exercice, en supposant que ces dernières sont toujours exercées au prix le plus élevé. L'étude menée par Jensen et Murphy (*op. cit.*), s'est basée sur un échantillon composé de 1688 dirigeants exerçant leurs fonctions dans 1049 entreprises américaines entre 1974 et 1986. Les résultats trouvés permettent de constater que la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance de la société est relativement faible, une augmentation de valeur pour les actionnaires de l'ordre de 1000\$ engendre un accroissement moyen de la rémunération globale du dirigeant de 3,25\$, cette rémunération globale comprenant l'ensemble des revenus tirés du salaire fixe et variable y compris les bonus, de la détention de stock-options non exercées et les éventuels coûts d'opportunité en cas de licenciement. D'après ces auteurs, un partage aussi mince de la richesse constitue un mécanisme de gouvernance déficient et n'est pas assez incitatif pour que les dirigeants puissent gérer les actifs de façon optimale. Ils expliquent également que cette faible sensibilité est alimentée par des aléas sociaux fixés par le politique, l'opinion et les médias et qui font que la rémunération des dirigeants ne peut dépasser un certain seuil dit de « *rémunération raisonnable* ».

---

<sup>338</sup> André P., Schiehl E. (2004), « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises », Finance Contrôle Stratégie – Volume 7, N° 2, juin, p. 165 – 193.

<sup>339</sup> Rapport d'information n°1798 de la commission des lois, présenté par le député Houillon.

<sup>340</sup> Jensen, M. C., Murphy, K. J. (1990). « Performance pay and topmanagement incentives ». *Journal of Political Economy*, 98: 225– 264.

Hall et Liebman (1998)<sup>341</sup> approfondissent cette analyse et constatent que la rémunération massive des dirigeants en stock-options durant les années 1990 aux États-Unis avait un impact positif sur la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance. En effet, les résultats de leur étude indiquent qu'une augmentation de 10% de la valeur de l'entreprise n'entraîne que 2% d'augmentation de la valeur médiane des salaires et des primes accordés aux dirigeants. Ces résultats indiquent également que cette augmentation de 10% entraîne un accroissement de la valeur médiane des actions et des options détenues par les dirigeants de 1 250 000 \$, ce qui représente plus de 53 fois l'augmentation des salaires et primes. Selon ces auteurs, l'accroissement de la valeur des actions et des options détenues par les dirigeants explique à 98% la relation entre la rémunération de ces derniers et la performance de l'entreprise financière. Ces conclusions différentes de celles de l'étude de Jensen et Murphy (*op. cit.*) s'expliquent principalement par l'utilisation d'un éventail plus large de mesures de sensibilité et par la nature des données qui sont plus récentes, lesquelles se répartissent sur la période 1980-1994 marquée par un marché boursier assez prospère en comparaison de la période 1969-1983 retenue par Jensen et Murphy.

Plus récemment et en dehors du marché américain, plusieurs travaux de recherche ont été menés afin d'examiner la relation entre la performance et la rémunération des dirigeants. Par exemple, Zhou (2000)<sup>342</sup> pour le contexte canadien, Buck *et al.*, (2003)<sup>343</sup>, pour le contexte britannique, Haid et Yurtoglu (2006)<sup>344</sup>, pour le contexte allemand, Firth *et al.*, (2006)<sup>345</sup> pour le contexte chinois et Kato et Kubo (2006)<sup>346</sup> pour le contexte japonais, trouvent une sensibilité particulièrement faible de la rémunération à la performance des entreprises. En France, Albouy (2004)<sup>347</sup> constate l'absence d'un lien entre la rémunération des dirigeants du CAC 40 et la performance réalisée. De manière plus particulière, Merhebi *et al.* (2003)<sup>348</sup> analysent, sur un échantillon d'entreprises australiennes, la nature de cette relation et mettent en évidence la non significativité de la proportionnalité des rémunérations par rapport aux performances réalisées. Ces auteurs expliquent que les dirigeants réalisent de meilleures performances lorsque leur rémunération est en partie conditionnée par la réalisation d'un certain seuil de performance.

---

<sup>341</sup> Hall B.J., Liebman J.B., (1998), « Are CEOs really paid like bureaucrats », *Quarterly journal of economics*, aout 1998.

<sup>342</sup> Zhou X. (2000), « CEO pay, firm size, and corporate performance: evidence from Canada », *Canadian Journal of Economics*, vol. 33, p. 213–252.

<sup>343</sup> Buck T., Bruce A., Main B. et Udueni H (2003), « Long term incentive plans, executive pay and UK company performance », *Journal of Management Studies*, vol. 40, n°7, p. 1709–1721.

<sup>344</sup> Haid A. et Yurtoglu B. (2006), « The impact of ownership structure on executive compensation in Germany », *Conference Paper presented at the 32nd Conference of the European Association for Research in Industrial Economics (EARIE 2005)*, September 2005.

<sup>345</sup> Firth M., Fung P., Rui O. (2006), « Corporate performance and CEO compensation in China », *Journal of Corporate Finance* 12, 693-714.

<sup>346</sup> Kato T., Kubo K. (2006), « CEO compensation and firm performance in Japan: evidence from new panel data on individual CEO pay », *Journal of Japanese and International Economics*, vol. 20, n°1, p. 1–19.

<sup>347</sup> Albouy M. (2004), « Rémunération des dirigeants et performance boursière », *Analyse Financière*, n°10, p. 42-44.

<sup>348</sup> Merhebi R., Pattenden K., Swan, P., Zhou, L.X. (2006), « Australian chief executive officer remuneration: Pay and performance », *Accounting and Finance*, 46, 481–497.

## 2) Le caractère endogène de la politique de rémunération des dirigeants

A l'opposé des études précitées, plusieurs autres auteurs considèrent que la rémunération des dirigeants est déterminée de manière endogène et indépendamment de la performance de l'entreprise. Autrement dit, cette rémunération dépend de facteurs organisationnels internes à l'entreprise tels que la structure du capital, la culture et la stratégie de l'entreprise, les opportunités de croissance, l'aversion au risque des dirigeants et leur capacité à diversifier leurs sources de richesse. A ce titre, Barkema et Gomez-Mejia (1998)<sup>349</sup> avancent que la littérature sur le processus de décision et les conséquences de la rémunération des dirigeants doivent être abordées sous un angle différent de celui de lien performance - performance.

*« We believe that the current intellectual challenge is not providing further evidence on the statistical relationship between executive pay and firm performance, but rather, exploring the importance of firm performance vis-à-vis other criteria - the market, peer compensation, behavioral criteria, and so on - as well as exploring how the definition, measurement, and relative importance of these criteria depend on a firm's governance structure and on contingencies such as firm strategy, R&D level, market growth, industry concentration and regulation, and national culture. Without this broader perspective, compensation researchers will not arrive at a full understanding of what determines executive compensation »* (Barkema et Gomez-Mejia, 1998, p.142).

Ainsi, la politique de rémunération des dirigeants peut être par exemple, une conséquence de la structure du capital de l'entreprise. En effet, lorsque celui-ci est dilué, les dirigeants disposent d'une plus grande latitude pour orienter les décisions du conseil, et obtenir la satisfaction de leurs exigences en matière de rémunération (Craighead *et al.* 2004)<sup>350</sup>. D'autre part, considérant que la principale préoccupation d'un actionnaire individuel est le rendement de ses actions et non pas la gestion ou le contrôle de l'entreprise, l'absence d'un actionnaire de contrôle dans ce type d'entreprise tend à augmenter le coût d'une incitation par une rémunération avantageuse. Une telle situation peut entraîner des comportements de « *free-rider* » ou de passager clandestin puisqu'aucun actionnaire n'est incité à s'investir dans le contrôle des dirigeants (Paquerot, 1997)<sup>351</sup>. En revanche, la présence d'administrateurs représentant un actionnaire majoritaire distinct de l'équipe dirigeante favorise une certaine réticence du conseil à octroyer des avantages aux dirigeants. A cet égard, les administrateurs seront amenés à choisir une structure de rémunération incitant les dirigeants à prendre davantage de risque pour accroître la performance de l'entreprise. Ainsi, une forte concentration du capital entre les mains d'un nombre limité d'actionnaires permet d'accentuer le contrôle sur les dirigeants. Dans ce contexte, l'utilisation d'une rémunération incitative à la performance serait moins pertinente du fait que ces actionnaires préfèrent assurer directement le contrôle de la gestion de l'entreprise (Alexandre et Paquerot, 2000)<sup>352</sup>. Il s'ensuit que la concentration du capital et la rémunération des dirigeants sont deux mécanismes substituables.

---

<sup>349</sup> Barkema H.G., Gomez-Mejia L.R. (1998), « Managerial Remuneration and Firm Performance : A General Research Framework », *Academy of Management Journal*, April, vol. 41, n° 2, p. 135-145.

<sup>350</sup> Craighead J.A., Magnan M., Thorne L. (2004), « The Impact of Mandated Disclosure on Performance-Based CEO Compensation », *Contemporary Accounting Research*, vol.21, n°2, p.369-398.

<sup>351</sup> Paquerot M. (1997), « Stratégies d'enracinement des dirigeants, Performance de la Firme et Structures de Contrôle », in *Le Gouvernement des Entreprises* (éd G. Charreaux), Ed Economica, p.105-138.

<sup>352</sup> Alexandre H., Paquerot M. (2000), « Efficacité des Structures de Contrôle et Enracinement des Dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 3, N°2, Juin, p. 5-29.

Empiriquement, de nombreuses études corroborent l'hypothèse selon laquelle la rémunération des dirigeants résulte de facteurs structurels à l'entreprise. D'après Prendergast (1999)<sup>353</sup>, "... il existe trop de facteurs non observables dans la détermination de la rémunération des dirigeants. En effet, cette dernière se dit optimale lorsqu'elle dépend de l'aversion au risque et du rendement de l'effort fournis par les dirigeants qui sont tous deux des inconnus en économétrie. En conséquence, il est difficile de déterminer si le schéma de rémunération est défini de manière optimale ou de prétendre que la relation entre rémunération et performance est trop faible ou trop élevée ".

En utilisant un modèle économétrique permettant de neutraliser les effets non observables liés à l'hétérogénéité des entreprises, Palia (2001)<sup>354</sup> ne trouve pas de relation significative entre la partie incitative des rémunérations et la valeur des entreprises et conclut que la rémunération des dirigeants est déterminée de manière endogène en fonction des caractéristiques des entreprises. Plus récemment, Brick, Palia, et Wang (2006)<sup>355</sup> étudient la relation entre la rémunération des dirigeants, l'endettement et l'indépendance des membres du conseil et leur impact conjoint sur la valeur de l'entreprise. Leur résultat confirme ceux de Palia (*op.cit*) et ne trouvent pas de relation significative entre la rémunération incitative et la valeur de l'entreprise. Dans le contexte français, Elmarzougui et El hédi arouri (2008)<sup>356</sup> étudient l'évolution et les effets incitatifs des stock-options attribuées aux dirigeants du CAC 40. Leurs résultats permettent de constater qu'entre 1994 et 2003, l'attribution des stock-options en France a évolué de manière significative suggérant que les entreprises avaient profité de la prospérité boursière pour attribuer plus de stock-options aux dirigeants. Toutefois, les tests sur la sensibilité des stock-options à la performance des entreprises montrent une relation non linéaire qui change de manière asymétrique en fonction de l'aversion au risque du dirigeant. Ils concluent que la valeur des stock-options est plus sensible à la rentabilité spécifique associée à l'effort et au savoir-faire des dirigeants qu'à la performance due aux fluctuations du marché.

---

<sup>353</sup> Prendergast C. (1999), « The Provision of incentives in firms ». *Journal of economic literature*, vol. 37, n° 1, p. 7-63.

<sup>354</sup> Palia D. (2001), « The endogeneity of Managerial compensation in Firm Valuation: A Solution », *The Review of Financial Studies*, Vol.14, N03, 735-764.

<sup>355</sup> Brick I.E., Palia D., Wang C.J. (2006), « Simultaneous estimation of CEO compensation, leverage and board characteristics and their impact on firm value », Working Paper, Rutgers University.

<sup>356</sup> Elmarzougui A, El hédi arouri M., (2008), « Évolution et effets incitatifs des stock-options, Le cas des dirigeants du CAC 40 », *Revue française de gestion*, Vol. 7, n° 187.



**Tableau 7 : Synthèse de quelques résultats de recherche en sciences de gestion sur la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance**

Auteurs et année	Pays	Variables indépendantes	Variables dépendantes	Relation
Conyon (1997)	Royaume-Uni	Rémunération des administrateurs, séparation entre la fonction du président du CA et la fonction de directeur	Rendement des actions, rémunération des dirigeants	Positive, pas de relation significative
Florackis et Ozkan (2008)	Royaume-Uni	Rémunération des dirigeants	Coûts d'agence	Négative
Ezzamel et Watson (1997)	Royaume-Uni	Les primes de rendement accordées aux dirigeants	Rendement des actifs	Pas de relation significative
Main, Bruce et Buck (1996)	Royaume-Uni	Primes de rendement et stock-options	Rendement des actions	Forte relation
Gregg, Machin et Szymanski (1993)	Royaume-Uni	Primes de rendement	Rendement des actions et bénéfiques par action	Faible corrélation
Harvey et Shrieves (2001)	États-Unis	Présence d'administrateurs externes, un bloc de contrôle, l'endettement et la proximité de la retraite des dirigeants	Plusieurs mesures de rémunération incitative	Positive
Brick <i>et al.</i> (2006)	États-Unis	Chiffre d'affaires, masse salariale, rendement des actifs, volatilité des actions	Moyenne du rendement des actifs	Négative
Perry (1999)	États-Unis	Rémunération et la proportion des administrateurs externes, structure du capital	Rotation des dirigeants, stock-options	Positive, positive
Jiraporn <i>et al.</i> (2005)	États-Unis	Droits des actionnaires, l'enracinement potentiel des dirigeants	Primes et salaires des dirigeants	Positive, positive
Cyert <i>et al.</i> (2002)	États-Unis	Existence d'actionnaires majoritaires dans le conseil.	Rémunération des dirigeants	Négative

## C/ La relation entre la structure du capital et la performance d'entreprise

Comme évoqué précédemment, la théorie moderne de la gouvernance d'entreprise trouve ses sources explicatives dans la théorie d'agence. Parallèlement, la structure de capital modifie le schéma conflictuel entre les actionnaires et les dirigeants. En effet, tandis que les actionnaires minoritaires n'ont que peu de pouvoir sur les dirigeants du fait de la dispersion de leurs voix lors de l'assemblée générale, les actionnaires majoritaires jouissent d'un pouvoir plus important qui leur confère un contrôle plus rigoureux obligeant ainsi les dirigeants à restreindre leur comportement discrétionnaire ou à limiter les prélèvements de valeur à leur profit. On peut estimer que les dirigeants sont plus incités à agir dans l'intérêt des actionnaires lorsque le capital de l'entreprise est détenu par un actionnaire majoritaire ou un bloc de contrôle (Bolton et Von Thadden, 1998)<sup>357</sup>. Bebchuk et Hamdani (2009)<sup>358</sup> signalent que :

*« ... assessing the governance of CS companies<sup>359</sup> requires close attention to the arrangements governing freeze outs, related-party transactions with the controller or entities affiliated with it, and taking corporate opportunities. These types of actions are relatively less important in NCS companies<sup>360</sup>, as professional managers commonly have fewer opportunities to engage in related-party transactions or to take corporate opportunities on a large scale »*

En se basant sur les implications managériales précitées, il paraît évident que le mode de gouvernance exigé par les actionnaires dépend de la structure de capital des entreprises et qu'aucune règle de gouvernance ne peut prétendre être bonne et universelle. Ceci est corroboré par les résultats des travaux de recherche antérieurs qui restent mitigés sur la nature de la relation entre la structure de capital et la valeur de l'entreprise. En effet, si certains chercheurs ont réussi à mettre en évidence un lien positif (Dalton *et al.*, 2003)<sup>361</sup>, d'autres n'ont pas pu mettre en avant une relation significative (Demsetz et Villalonga 2001)<sup>362</sup>. D'après Anderson et Reeb (2003)<sup>363</sup>, il existe d'autres critères pouvant interférer dans cette relation telle que la nature des blocs de contrôle. A titre d'exemple, ces auteurs affirment que les entreprises détenues par des groupes familiaux affichent en général des performances plus élevées. En effet, ces entreprises disposent d'une capacité à établir de meilleures relations sociales (Waxin T., 2011)<sup>364</sup>, qui se traduisent par une atténuation des conflits sociaux et par conséquent de meilleures performances. (absence ou peu de grèves, participation partielle des salariés aux grèves et durée plus courte de celles-ci).

---

<sup>357</sup> Bolton P. et Von Thadden E.-L. (1998), « Blocks, Liquidity and Corporate Control », *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 1-25.

<sup>358</sup> Bebchuk L. A., Roe M.J. (1999), « A theory of path dependence in corporate ownership and governance », *Stanford Law Review* 52: 127-170.

<sup>359</sup> Les sociétés CS sont celles qui ont un actionnaire majoritaire. (*those with a controlling shareholder*).

<sup>360</sup> Les sociétés NCS sont celles qui n'ont pas un actionnaire majoritaire (*those without a controller*).

<sup>361</sup> Dalton D. R., Daily C. M., Certo S. T. et Roengpitya R. (2003), « Meta-Analyses of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion? », *Academy of Management Journal*, vol. 46, pp. 13-26.

<sup>362</sup> Demsetz H. et Villalonga B. (2001), « Ownership Structure and Corporate Performance », *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, no 3, pp. 209-233 ; Morck R., Shleifer A. et Vishny R. W. (1988), « Management Ownership and Market Valuation – An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.

<sup>363</sup> Anderson R. et Reeb D. (2003), « Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 », *Journal of Finance*, vol. 58, pp. 1301-1328.

<sup>364</sup> Waxin T. (2011), *Salariés, performance et gouvernance des entreprises*, thèse, université Paris Dauphine.

### 1) Proportion du capital détenu par des insiders de l'entreprise et performance

Le capital des entreprises est généralement détenu par divers actionnaires présentant des caractéristiques différentes. En fonction de l'étendue de leur relation avec l'entreprise, ces derniers peuvent être classés en actionnaires externes et actionnaires internes. Toutefois, si la définition des actionnaires externes est assez simple et regroupe l'ensemble des détenteurs d'actions n'ayant aucune relation privilégiée avec l'entreprise. Les actionnaires internes, considérés comme proches de l'entreprise et communément appelés dans la littérature anglo-saxonne (*insiders*), regroupe l'ensemble des cadres dirigeants y compris les membres du conseil d'administration, les salariés<sup>365</sup> et également toute personne possédant une partie du capital et ayant une relation personnelle ou commerciale importante avec la direction de l'entreprise.

La participation des dirigeants au capital de l'entreprise en tant qu'actionnaire interne, permet de résoudre une part importante des conflits d'intérêts potentiels entre ces derniers et les actionnaires. A cet égard, Jensen et Murphy (1990, P37) font remarquer que « *la plus forte relation entre la richesse des actionnaires et celle des dirigeants est réalisée lorsque les dirigeants participent directement au capital de l'entreprise* ».

Cependant, à l'instar des autres mécanismes de gouvernance, la littérature montre que les résultats des travaux antérieurs sont mitigés. En effet, certains auteurs considèrent que la proportion des capitaux détenus par des actionnaires internes, principalement les dirigeants, est liée significativement à la performance et la valeur de l'entreprise (Morck, Shleifer, et Vishny 1988<sup>366</sup> ; McConnell et Servaes 1990<sup>367</sup> ; Hermalin et Weisbach 1991 ; Kole 1995<sup>368</sup> ; Bohren et Odegaard 2003<sup>369</sup> ; McConnell, Servaes et Lins 2003<sup>370</sup>). Ces derniers soutiennent l'hypothèse selon laquelle, les entreprises ajustent la proportion des capitaux détenus par les dirigeants afin d'aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires et de ce fait réaliser de meilleures performances permettant d'augmenter la valeur de l'entreprise. A l'opposé, d'autres études montrent que la proportion des capitaux détenus par les dirigeants est la conséquence d'une multitude de facteurs endogènes sans relation apparente avec l'objectif de performance. Autrement dit, les partisans de cette hypothèse considèrent que la structure du capital optimale dépend des caractéristiques de l'entreprise et des objectifs des dirigeants. De ce fait, ils nient l'existence d'une relation entre la propriété en interne des capitaux et la performance

---

<sup>365</sup> La Fédération française des Actionnaires Salariés (FAS) définit l'actionnariat salarié comme « *un actionnaire qui a acquis des actions de l'entreprise qui l'emploie, lors d'opérations d'offres d'actions réservées à tous les salariés de cette entreprise ; il possède ces actions soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire d'un FCPE ou d'une SICAV d'actionnariat salarié* » (FAS 2006, p.43).

<sup>366</sup> Morck R., Shleifer A., Vishny R. (1988), « Management ownership and market valuation: Anempirical analysis », *Journal of Financial Economics*, 20, 293-316.

<sup>367</sup> McConnell J., Servaes H. (1990), « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, 27(1), 595-612.

<sup>368</sup> Kole S.R. (1995), « Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data », *Journal of Corporate Finance*, 1, 1995, 413-435

<sup>369</sup> Bohren O., Odegaard B.A. (2001), « Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms », Working Paper, Norwegian School of Management.

<sup>370</sup> McConnell J., Servaes H., Lins K.V. (2003), « Changes in equity ownership and changes in market value of the firm », working paper, London Business School.

(Smith et Watts 1992<sup>371</sup> ; Gaver et Gaver 1993<sup>372</sup> ; Himmelberg, Hubbard, et Palia 1999<sup>373</sup> ; Demsetz et Villalonga 2001<sup>374</sup>).

L'étude réalisée par Morck, Shleifer, et Vishny en 1988 figure parmi les travaux les plus cités en littérature considérant que la proportion des capitaux détenus par les dirigeants contribue à la création de la valeur. Ces auteurs ont testé, sur un échantillon de 371 entreprises américaines, la relation entre la valeur des capitaux détenus par les membres du conseil d'administration et la performance des entreprises. Les résultats de l'étude montrent une baisse de performance pour les entreprises dont la participation au capital par les dirigeants oscille entre 5% et 25%, et une augmentation de performance au-delà de 25%. Ils concluent qu'au-delà de 25%, les intérêts des dirigeants et des actionnaires s'alignent favorisant une meilleure création de valeur. McConnell et Servaes (1990) confirment la relation non-linéaire précitée. En analysant un échantillon composé de plus de 1000 entreprises américaines, ils trouvent une relation positive entre la proportion des capitaux détenus par les dirigeants et la performance. Cependant, au-delà de 50% de ces capitaux, la relation avec la performance s'inverse et devient négative signalant un effet d'enracinement des dirigeants. McConnell, Servaes et Lins (2003) analyse la réaction des marchés financiers lors d'annonces d'achat d'actions par les dirigeants d'entreprises américaines entre 1994 et 1999 et confirment l'effet de la détention du capital par les dirigeants sur la performance boursière de l'entreprise.

Au niveau international, La Porta *et al.* (2002)<sup>375</sup>, Claessens *et al.* (2002)<sup>376</sup> et Lins (2003)<sup>377</sup> ont examiné la corrélation entre la valeur de l'entreprise et la structure de propriété dans un certain nombre de pays. En distinguant entre la propriété des droits de vote / contrôle et la propriété des droits au bénéficiaire, La Porta *et al.* (2002) et Claessens *et al.* (2002) rapportent que la valeur de l'entreprise augmente à mesure que le droit aux bénéfices des actions détenues par les dirigeants augmente. D'autre part, Lins (2003) rapporte que la valeur de l'entreprise diminue à mesure que la part des actions détenues par les dirigeants est liée à des droits de contrôle augmente.

## 2) *Le caractère endogène des capitaux détenus par les insiders*

Demsetz (1983)<sup>378</sup> avance que la structure de capital d'une société devrait être considérée comme un résultat endogène des décisions qui résultent de l'influence des actionnaires et la négociation sur le marché des capitaux. En effet, quel que soit la structure de capital (concentrée ou diluée), la recherche de la maximisation du profit par un actionnaire minoritaire ou majoritaire répond à la maximisation du profit pour l'ensemble des actionnaires sans distinction. Ainsi, pour Demsetz, il ne devrait pas exister une relation systématique entre la structure du capital et la performance des entreprises et par conséquent, toute relation empirique transversale observée entre le niveau des actions détenues par

---

<sup>371</sup> Smith C.W., Watts R.L. (1992), « The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies », *Journal of Financial Economics*, 32, 263- 292.

<sup>372</sup> Gaver J.J., Gaver K.M. (1993), « Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies », *Journal of Accounting and Economics*, 16, 110-125.

<sup>373</sup> Himmelberg C.P., Hubbard R.G., Palia D. (1999), « Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance », *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.

<sup>374</sup> Demsetz H., Villalonga B. (2001), « Ownership structure and corporate performance », *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.

<sup>375</sup> La Porta R., de-Silanes F.L., Shleifer A., Vishny R. (2002), « Investor protection and corporate valuation », *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 3, 1147-1170.

<sup>376</sup> Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L. (2002), « Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings », *Journal of Finance*, 57, 2379-2408.

<sup>377</sup> Lins K. (2003), « Equity ownership and firm value in emerging markets », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 159-184.

<sup>378</sup> Demsetz H. (1983), « The structure of ownership and the theory of the firm », *Journal of Law and Economics* 26, 375-390.

les *insiders* de l'entreprise et la performance n'est pas justifiée. Une abondante littérature confirme ce constat notamment, Demsetz et Lehn (1985), Smith et Watts (1992), Gaver et Gaver (1993), Agrawal et Knoeber (1996), Cho (1998)<sup>379</sup>, Himmelberg, Hubbard, et Palia (1999), Demsetz et Villalonga (2001).

Demsetz et Lehn (1985) analysent la relation entre la rentabilité boursière et la proportion de la somme des capitaux détenus par les principaux actionnaires sur un échantillon de 511 entreprises américaines. Les tests empiriques de cette étude n'ont pas permis d'établir une corrélation entre la rentabilité et la concentration des capitaux. Les auteurs expliquent que la structure de capital est endogène et montrent par des modèles économétriques que celle-ci dépend notamment de la taille de l'entreprise, la volatilité et le secteur d'activité. Dans une étude plus récente, Demsetz et Villalonga (2001) trouvent que l'ampleur des capitaux détenus par les cinq principaux actionnaires a un effet négatif sur la performance et inversement, les capitaux détenus par les dirigeants ont un effet positif sur la performance. Cependant, en incorporant des variables liées aux caractéristiques structurelles de l'entreprise à leur modèle économétrique, aucune relation significative entre les variables de structure de capital et la performance n'est observée. D'après ces auteurs, la structure du capital s'explique principalement par les interactions sur les marchés financiers.

---

<sup>379</sup> Cho M. (1998), « Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 47, no. 1, pp. 103-121.

**Tableau 8 : Synthèse des travaux sur la relation entre la structure du capital et la performance des entreprises**

Auteurs	Pays et période	Variable (structure du capital)	Mesures de performance	Principaux résultats
Anderson et Reeb (2003)	Etats-Unis (1992-1999)	Proportion des actions détenues par les <i>insiders</i>	Q de Tobin et ROA	Relation positive
Bhagat et Bolton (2008)	Etats-Unis (1990-2002 ; 1990-2003 ; 1990-2004)	Proportion des actions détenues par des internes	Taux de rendement des actions	Relation positive
Cho (1998)	Etats-Unis (1991)	Proportion des actions détenues par des internes	Q de Tobin	Absence de relation
Curcio (1994)	Royaume-Uni (1972-1986)	Proportion des actions détenues par des internes	Q de Tobin, Croissance de la productivité	Absence de relation linéaire
D. Denis et Denis (1994)	Etats-Unis (1985)	Proportion des actions détenues par des internes + la proportion des actionnaires de contrôle	ROE, ROA, Q de Tobin, Résultat d'exploitation	Absence de relation
Davies <i>et al.</i> (2005)	Royaume-Uni (1996-1997)	Proportion des actions détenues par des internes	Q de Tobin	Absence de relation linéaire
Demsetz et Lehn (1985)	Etats-Unis (1976-1980)	Proportion des actionnaires de contrôle	Valeur de marché des capitaux	Absence de relation
Demsetz et Villalonga (2001)	Etats-Unis (1980-1981)	Proportion des actions détenues par des internes + la proportion des actionnaires de contrôle	Q de Tobin et taux de rendement comptable	Absence de relation
Faccio et Lasfer (1999)	Royaume-Uni (1996-1997)	Proportion des actions détenues par des internes	Q de Tobin et valeur de marché	Absence de relation linéaire

Auteurs	Pays et période	Variable (structure du capital)	Mesures de performance	Principaux résultats
Hermalin et Weisbach (1991)	Etats-Unis (1971, 1974, 1977, 1980 et 1983)	Proportion des actions détenues par des internes	Q de Tobin	Absence de relation linéaire
Himmelberg <i>et al.</i> (1999)	Etats-Unis (1982-1992)	Proportion des actions détenues par des internes	Q de Tobin et ROA	Absence de relation
Holderness <i>et al.</i> (1999)	Etats-Unis (1995)	Proportion des actions détenues par des internes	Q de Tobin	Absence de relation linéaire
Holderness et Sheehan (1988)	Etats-Unis (1979-1980)	Proportion des actionnaires de contrôle	Q de Tobin et ROA	Absence de relation
Leech et Leahy (1991)	Royaume-Uni (1983-1985)	Proportion des actions détenues par des internes + la proportion des actionnaires de contrôle	Valeur de marché des capitaux, ROS, ROE	Relation négative
Morck <i>et al.</i> (1988)	Etats-Unis (1980)	Proportion des actions détenues par des internes	Q de Tobin et taux de rendement comptable	Absence de relation linéaire
Nickell <i>et al.</i> (1997)	Royaume-Uni (1985-1994)	Proportion des actionnaires de contrôle	Taux de croissance de la productivité	Relation positive
Short et Keasey (1999)	Royaume-Uni (1988-1992)	Proportion des actions détenues par des internes	Rentabilité et valeur des actions	Absence de relation linéaire
Wruck (1989)	Etats-Unis (1979-1985)	Proportion des actions détenues par des internes + la proportion des actionnaires de contrôle	Rendements anormaux cumulés	Absence de relation linéaire

## D/ La gouvernance d'entreprise fonction des caractéristiques propres à l'entreprise

### 1) Secteur d'activité et gouvernance d'entreprise

La relation entre les pratiques de gouvernance des entreprises et le secteur d'activité a fait l'objet de plusieurs recherches. Les systèmes de gouvernance adoptés par les entreprises dépendent, entre autres, de la législation et la réglementation qui diffère généralement entre les secteurs d'activité. Certains auteurs montrent qu'en fonction de la réglementation, le secteur d'activité peut avoir un effet négatif ou positif sur la concentration du capital (Demsetz, 1985)<sup>380</sup>. D'autre part, la réglementation relative à un secteur d'activité donné ne contribue pas seulement à la restriction de l'utilisation discrétionnaire des ressources disponibles par les dirigeants, elle permet également de renforcer la surveillance et contrôle du comportement de ces derniers. Empiriquement, la structure de propriété dépend fortement de la réglementation (Demsetz, 1983)<sup>381</sup>. Ils constatent que la concentration moyenne du capital pour les entreprises appartenant au secteur de services publics et les entreprises financières est nettement inférieure à celle des autres entreprises, à l'opposé la concentration moyenne du capital dans entreprises appartenant au secteur de médias est significativement plus élevée.

### 2) La croissance et la gouvernance des entreprises

La taille des entreprises a un effet sur la portée du risque moral (Myers 1977)<sup>382</sup>. En effet, les entreprises en pleine croissance sont plus sujettes à des modifications au niveau de leur politique de gouvernance. Des auteurs signalent que les dirigeants de ces dernières adoptent un comportement discrétionnaire plus important<sup>383</sup>. D'autres chercheurs montrent également qu'un niveau élevé d'asymétrie d'information nécessite un contrôle accentué pour ce type d'entreprise<sup>384</sup>. Á titre d'exemple, les entreprises en pleine croissance peuvent avoir intérêt à augmenter le nombre des membres du conseil afin de disposer d'une meilleure vision du comportement des dirigeants (Lehn, Patro, et Zhao 2004<sup>385</sup> ; Coles, Daniel, et Naveen 2008). Également, ils peuvent solliciter de nouveaux administrateurs possédant des compétences plus spécialisées pour surveiller les nouveaux domaines de croissance (Bhagat et Black 1999, Agrawal et Knoeber 2001). Les grandes entreprises peuvent également recourir à davantage d'administrateurs externes afin d'éviter les problèmes d'agence qui sont souvent plus importants dans les entreprises de grande taille (Crutchley *et al.* 2004 ; Lehn, Patro, et Zhao 2004).

### 3) L'étendue des dépenses discrétionnaires et la gouvernance des entreprises

L'étendue des dépenses discrétionnaires, dont seul le dirigeant décide du montant (exemple : dépenses en recherche et développement, frais administratifs et généraux et les dépenses de

---

<sup>380</sup> Demsetz H., Lehn K., (1985), « The structure of corporate ownership: causes and consequences », *Journal of Political Economy*, 93, 1155-77.

<sup>381</sup> Demsetz H. (1983), « The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics* », 26, 375-390.

<sup>382</sup> Himmelberg, Charles P., Hubbard, R Glenn and Darius Palia, (1999), « Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance », *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.

<sup>383</sup> Myers S. C., (1977), « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics* 5, 147-176.

<sup>384</sup> Harris M. et Raviv A., (1991), « The theory of capital structure », *Journal of Finance*, American Finance Association, 46 (1), 297-355 ; Jennifer G.J., Gaver K.M., (1993), « Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies », *Journal of Accounting and Economics*, 16, 110-125.

<sup>385</sup> Lehn, K., Patro, S., Zhao, M., 2004. Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935–2000. Working paper, University of Pittsburgh.



publicité) diffère entre les entreprises en fonction de la composition des actifs (Himmelberg, Hubbard, et Palia 1999). En effet, à l'opposé des actifs tangibles qui sont observables et facilement contrôlables, les actifs intangibles tels que les frais de recherche et développement sont plus discrétionnaires et moins facilement contrôlables. A ce sujet, les travaux de recherche en sciences de gestion montrent de manière empirique que les dépenses en recherche et développement peuvent impacter la structure de gouvernance des entreprises. D'une part, ces dépenses favorisent l'augmentation de la part des dirigeants dans le capital des entreprises (Himmelberg, Hubbard, Palia, 1999) et, d'autre part, elles contribuent à accroître l'indépendance des administrateurs (Linck *et al.* 2007).

#### 4) *La volatilité des marchés et la gouvernance des entreprises*

La théorie d'agence explique que l'asymétrie de l'information entre dirigeants et actionnaires favorise la volatilité des titres sur le marché. Le manque d'informations ressenti par les actionnaires et également le comportement discrétionnaire des dirigeants motivent la nécessité de la mise en place de mécanismes de gouvernance efficaces permettant une meilleure surveillance du fonctionnement de l'organisation. À cet effet, des travaux de recherche montrent par exemple une certaine relation positive entre la volatilité et la taille du conseil d'administration (Linck, *et al.* 2007)<sup>386</sup>. En outre, la théorie d'agence suggère que l'implication des dirigeants par leur participation au capital de l'entreprise les incite à opter pour des stratégies moins risquées réduisant ainsi la volatilité des titres (Himmelberg *et al.* 1999)<sup>387</sup>. Au niveau des recherches empiriques, certains auteurs ont démontré qu'il existe une relation inverse entre la participation des dirigeants au capital et la volatilité des titres (Holderness *et al.* 1999)<sup>388</sup> et également une relation positive entre la sensibilité de la rémunération des dirigeants aux résultats de l'entreprise, notamment par les stock-options, et la volatilité des titres (Palia 2001)<sup>389</sup>.

---

<sup>386</sup> Linck, J.S., Netter J.M., Yang T., (2007), « The Determinants of Board Structure », working paper, University of Georgia.

<sup>387</sup> Himmelberg, Charles P., Hubbard, R Glenn and Darius Palia, (1999), « Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance », *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.

<sup>388</sup> Holderness, C., Kroszner, R., Sheehan, D., (1999), « Were the good old days that good? Evolution of managerial stock ownership and corporate governance since the great depression », *Journal of Finance* 54,435-469.

<sup>389</sup> Palia, D., (2001), « The endogeneity of managerial compensation in firm value: a solution », *The Review of Financial Studies*, 14, 735-64.

## Conclusion du chapitre 2 :

Si durant les trois dernières décennies la théorie actionnariale de la gouvernance a dominé le paysage managérial des entreprises, l'évolution de la sphère financière et économique et en parallèle des politiques et des systèmes juridiques, impose une vision plus large de la gouvernance dont le débat théorique et empirique n'est à ce jour pas clos. Les travaux académiques en sciences de gestion montrent que la gouvernance d'entreprise est issue d'un processus collectif destiné à déterminer des solutions à des problèmes managériaux et établir la manière dont les décisions sont prises au niveau de l'organisation. Elle résulte ainsi d'un équilibre entre des facteurs structurels relatifs aux caractéristiques de l'entreprise et des facteurs externes liés à la recherche de la performance actionnariale ou partenariale. Dans l'approche actionnariale, une bonne gouvernance traduit une volonté – celle des actionnaires – d'être informés, de contrôler la gestion de la société et de permettre à son management de prendre les meilleures décisions stratégiques ; elle relève surtout d'un état d'esprit, elle se décline en un ensemble de pratiques, de règles et de principes (Pichet, 2009)<sup>390</sup>. Les autres parties prenantes trouvent également leurs intérêts à travers la transparence financière qu'exigent les actionnaires. D'autre part, la convergence des systèmes de gouvernance au niveau international et l'adoption des codes de bonne conduite constituent d'autres facteurs externes et non spécifiques qui touchent toutes les entreprises sans exception. Dans ce modèle, la bonne gouvernance est reflétée dans l'ensemble des recommandations contenues dans le code de bonne conduite expliquant certains mécanismes de gouvernance auxquels sont confrontés les entreprises dans des domaines non réglementés par le droit positif.

Les réflexions théoriques sur la relation entre la gouvernance et la performance financière de l'entreprise fondée essentiellement sur une approche actionnariale, mettent en évidence une relation bidirectionnelle entre ces deux concepts. D'un côté, la gouvernance est tributaire non seulement de la performance réalisée par l'entreprise, elle dépend également de l'environnement et des caractéristiques structurelles de l'organisation. De l'autre côté, la gouvernance influence la performance de l'entreprise puisqu'elle est censée délimiter le pouvoir des dirigeants et garantir une meilleure transparence des règles managériales adoptées par l'entreprise. Cependant, s'agissant des résultats économétriques, aucun consensus ne permet de valider la nature de cette relation.

---

<sup>390</sup> Pichet E. (2009), « Le gouvernement d'entreprise dans les grandes sociétés cotées : De la convergence des pratiques à l'émergence de principes de bonne gouvernance », Les Editions du Siècle.



## **Conclusion de la 1<sup>ère</sup> partie :**

L'objectif de cette première partie était de peser la valeur de la gouvernance d'entreprise, spécifiquement lorsqu'elle s'incarne au travers de codes du même nom. Le résultat de cette démarche est loin d'être évident, à la fois du point de vue juridique et de celui des sciences de gestion. Du point de vue juridique d'abord, parce qu'il n'est guère de consensus sur le caractère proprement juridique d'un énoncé normatif. Il importerait alors bien davantage de situer les normes de gouvernance non pas au regard d'une périlleuse alternative droit / non-droit, mais sur une échelle de juridicité construite à partir de multiples critères traditionnellement attachés au phénomène juridique, critères dont l'intensité est sujette à variation. C'est ainsi que la légitimité des auteurs de la norme, ou encore l'obligatorité de l'énoncé prescriptif, ont pu servir à l'analyse à la fois contextuelle et substantielle des codes de gouvernance. L'examen comparé des référentiels français, allemand, et britannique, a pu montrer que les recommandations françaises avaient encore une marge de progression juridique, s'agissant à la fois du renforcement de la légitimité de leur auteur, de la désignation par la loi de codes de rattachement précis et de l'obligation de s'y rattacher ; l'objectivisation du contenu de certaines recommandations pourrait également contribuer à consolider l'obligatorité des principes français, mais également allemands et britanniques. En outre, la possibilité d'envisager une sanction juridique en cas de fausse déclaration de conformité au code français de gouvernance est apparue comme un élément clef pour améliorer la juridicité des principes qu'il énonce. Bien entendu, sous un angle substantiel et non plus contextuel, l'équivoque quant à la valeur juridique des recommandations françaises jusqu'alors contenues dans des codes d'initiative privée, se dissipe totalement dès lors que le législateur en reprend certaines à son compte en les intégrant dans le Code de commerce sous la forme de règles d'ordre public. Tel fut le cas, de manière exemplaire, des questions relatives au comité d'audit, à la parité des sexes dans les conseils d'administration ou au *say on pay*.

Du point de vue des sciences de gestion, la valeur des codes de gouvernance répond à une problématique toute autre : dans quelle mesure les principes qui y figurent créent-ils de la valeur économique et financière ? A l'issue d'une vaste revue de littérature internationale, un constat essentiel est apparu : dans cette discipline, ce n'est pas tant le concept de valeur qui est difficile à saisir, que celui de gouvernance. Certes, selon la sensibilité actionnariale ou partenariale qui prédominera dans l'approche doctrinale de la gouvernance d'entreprise, la finalité, entendue en termes de création de valeur, de cette structuration du pouvoir, divergera. Le modèle actionnarial assigne à la gouvernance un objectif de maximisation du profit pour le détenteur du capital, tandis que le modèle partenarial lui assigne un objectif de satisfaction des intérêts multiples et divergents des parties prenantes évoluant dans l'environnement de l'entreprise. Il faut bien admettre que le courant actionnarial est celui qui a le plus nettement focalisé l'attention des auteurs en gestion, sans doute parce qu'il correspond au cadre conceptuel de l'agence qui domine la matière depuis plusieurs décennies, et aussi parce que la valeur actionnariale est la plus objectivement observable et testable. Les interrogations de la doctrine gestionnaire portent donc généralement sur la création de valeur actionnariale imputable à la gouvernance d'entreprise, valeur étant elle-même supposée retracer, dans un contexte d'efficience plus ou moins forte du marché, les performances économiques et financières de l'entreprise. Mais une fois le concept de valeur posé de manière à peu près consensuelle, l'entente achoppe sur le concept de gouvernance pour lequel deux grandes approches coexistent. La première, dite « normative, focalise son attention sur les bonnes pratiques figurant dans des référentiels qu'incarnent tout particulièrement, mais de manière non-exclusive, les codes de gouvernance. Dans cette approche, la revue de littérature a précisément montré qu'aucun résultat homogène ne pouvait être définitivement établi quant au lien gouvernance – performance : tantôt positif, tantôt négatif, tantôt inexistant, l'impact de la mise en œuvre des principes de gouvernance

contenus dans lesdits référentiels sur la création de valeur n'est pas démontré au gré de plusieurs décennies de recherches économétriques fondées sur des observations empiriques. La seconde approche de la gouvernance focalise son attention sur les pratiques singulières que les entreprises décident de mettre en œuvre, et dont il est envisageable d'apprécier les effets en termes de création de valeur. Cette approche, qu'on pourrait qualifier d'« analytique », problématise de manière différente la relation causale entre gouvernance et valeur. Il ne s'agit plus d'évaluer les effets des normes de gouvernance sur la performance, mais d'apprécier dans quelle mesure certaines variables d'organisation et de structure mises en œuvre par les entreprises impactent leur valeur ; par exemple, la taille du conseil d'administration, sa composition, le montant et la nature des rémunérations des dirigeants exécutifs, ou encore la structure du capital, impactent-elles la valeur de l'entreprise ? Là encore, à large échelle, une revue de littérature portant sur plusieurs décennies de travaux en sciences de gestion témoigne de l'absence de résultats homogènes. Les relations causales sur ces multiples variables sont tantôt positives, tantôt négatives, tantôt inexistantes.

Quel enseignement est-il possible de tirer de ces résultats divergents ? Qu'une corrélation uniforme entre gouvernance et performance, définitive et irréfutable, ne sera vraisemblablement jamais établie, dans la mesure où les items de gouvernance observés, dans une approche aussi bien normative qu'analytique, sont hétérogènes et intégrés à des environnements multidimensionnels : périodes, échantillons d'entreprises, pays, conjonctures macroéconomiques et sectorielles, cultures capitalistiques et managériales, sont autant de facteurs dont il est particulièrement hasardeux de pouvoir prétendre gommer totalement les effets, et dont on imagine pourtant aisément qu'ils pourraient jouer un rôle dans la performance des entreprises au-delà de leur gouvernance institutionnelle. Face à cette limite, l'invocation d'un lien univoque entre gouvernance et performance pourrait sembler quelque peu divinatoire. Ce sentiment justifie que l'intérêt porté à la relation gouvernance – performance se désaxe, qu'il fasse l'objet d'un changement de perspective. Et si, au lieu de s'interroger sur les effets de la gouvernance en termes de performance, la performance ne devait pas plutôt être abordée en tant que variable explicative de la gouvernance ? Autant dire qu'il conviendrait d'examiner l'impact que la performance entraînerait sur la gouvernance. Mieux, une foule de variables explicatives ne permettraient-elles pas de mieux comprendre les déclarations des sociétés relatant leur plus ou moins grande conformité à un référentiel préétabli ? Dès lors, l'hypothèse d'une gouvernance tributaire de facteurs exogènes pourrait être éclairée, autant dire l'hypothèse d'une certaine sujétion de la gouvernance à l'aune de réalités qui la dépassent, appréciées en termes de performance mais aussi de caractéristiques structurelles de l'entreprise. La gouvernance n'expliquerait plus, mais serait expliquée... La seconde partie du présent rapport de recherche ambitionne d'instruire cette vision des choses.

## **2<sup>ème</sup> partie : L'hypothèse d'une gouvernance des valeurs de l'entreprise**

Comme il en a été justifié préalablement, l'hypothèse d'une gouvernance des valeurs de l'entreprise a mûri dans l'esprit des promoteurs de cette étude consécutivement au constat, assez décevant, de la difficulté à répondre de manière nette à la question de la valeur juridique des recommandations contenues dans les codes de gouvernance, tout comme à la question du lien qu'elles nouent avec la performance de l'entreprise. En lieu d'une recherche classique sur la valeur des règles de gouvernance d'entreprise, une réflexion sur la gouvernance des valeurs de l'entreprise est alors apparue tout aussi digne d'intérêt.

Pour rappel, voici l'hypothèse globale du projet :

***La valeur des codes de gouvernance d'entreprise serait difficilement déterminable, aussi bien du point de vue juridique que de celui des sciences de gestion ; en revanche, la déclaration de gouvernance aurait une dimension stratégique pour la société, en ce qu'elle lui permettrait de développer une communication d'ordre éthique sur ces valeurs de gouvernance, dépendante de caractéristiques conjoncturelles et structurelles.***

Assumer l'hypothèse de ce qui s'apparente à une instrumentation de la gouvernance, mise au service d'objectifs de communication tributaires de variables conjoncturelles ou structurelles de l'entreprise, n'est pas une chose très confortable. En effet, une sorte de suspicion à l'égard des déclarations de gouvernance découle *ipso facto* de cet angle d'approche théorique, ce qui dénote avec la sympathie intuitive attribuée généralement au *comply or explain*, lequel participe du « pari pascalien » de l'existence d'une éthique des affaires<sup>391</sup>. Aussi, de sorte à renforcer notre confiance sur ce chemin que nous décidions d'emprunter, la pertinence même de cette hypothèse fut soumise à une démarche qualitative, basée sur un questionnaire en ligne et des entretiens (Chapitre 1) ; c'est ensuite à une démarche économétrique qu'il fallut la livrer, dans l'optique d'établir si les déclarations de gouvernance pouvaient être expliquées, statistiquement, par des variables d'ordre conjoncturel ou structurel (Chapitre 2).

---

<sup>391</sup> Duhamel (J.-C.), « The "Comply or Explain" Approach as a Pascalian Wager », *Accounting, Economics and Law*, 2015, Vol. 5, Issue 3, pp. 289–293.



## Chapitre 1 : La pertinence de l'hypothèse soumise à une démarche qualitative

La nécessité de procéder à une démarche qualitative est rapidement apparue dans le cadre de ce projet de recherche. Elle fut pensée comme un utile complément de la phase empirique économétrique, de sorte à fournir des éléments quant à la pertinence de l'hypothèse globale de l'étude assumant l'instrumentation de la gouvernance d'entreprise via le mécanisme spécifique du *comply or explain*.

La présente démarche prend quelques distances, d'un point de vue méthodologique, avec l'acception usuelle des études dites « qualitatives », lesquelles consistent en des entretiens, par opposition aux enquêtes dites « quantitatives » qui s'appuient sur des questionnaires. Dans la présente recherche, la phase qualitative amalgame entretiens et questionnaires, lesquels s'appuient sur un canevas de questions élaborées conformément aux méthodes de conception d'enquêtes sociales largement admises.

Le public globalement sollicité représente trois catégories d'acteurs du *comply or explain* : les émetteurs de l'information, les destinataires de l'information, les parties tierces intéressées dans ce domaine (régulateurs, universitaires...). L'objectif de cette démarche qualitative consiste à récolter leurs opinions, même s'il faut conserver à l'esprit les réserves et limites méthodologiques bien connues qui s'attachent à ce genre d'enquête<sup>392</sup>. Il s'agit en l'occurrence d'interroger les acteurs sur leur perception du mécanisme de *comply or explain*, et spécifiquement, sur la perception qu'ils en ont en tant que source potentielle d'instrumentation de la gouvernance au service de la communication stratégique de l'entreprise. Si cette hypothèse, comme toute hypothèse, est une prise de position orientée qu'il s'agit de tester, c'est-à-dire de confirmer ou d'infirmer, elle n'en crée pas moins un contexte potentiellement suspicieux à l'égard du *comply or explain* qui peut s'avérer gênant pour la qualité des réponses apportées. Le risque consiste à importer dans l'esprit du répondant une construction unilatérale, d'édifier un réel partial à partir duquel il est incité à prendre position. Il faut au contraire s'efforcer à créer un contexte commun, une « co-construction », en favorisant la meilleure neutralité des questions afin d'éviter de nourrir un monde de suspicion à l'égard du *comply or explain* qui ne serait pas partagé par le répondant<sup>393</sup>. Autrement formulé, nous avons tenté de ne pas déstabiliser le répondant qui aurait pu être surpris par l'incongruité à ses yeux de certaines interrogations, et de ne pas empêcher l'expression de certaines opinions par l'imposition d'une grille de lecture pessimiste du mécanisme du *comply or explain*<sup>394</sup>. Cette précaution est valable de manière générale pour toute enquête, et se met en œuvre par le soin particulier qu'il y a lieu de témoigner à la

---

<sup>392</sup> « Lorsque la question porte sur une opinion, en revanche, rien ne nous assure que cette opinion existe effectivement, même pas le fait que le sujet a répondu à la question. Non seulement certaines des personnes interrogées peuvent n'avoir jamais réfléchi au problème dont il est question, donc ne pas avoir vraiment d'opinion à son propos, mais il se peut aussi que leur manière de concevoir le thème soit toute différente de celle qui soutient la question et qui a orienté sa formulation ; leur cadre de référence, les informations sur lesquelles ils s'appuient, peuvent aussi différer considérablement de l'un à l'autre, modifiant la signification qu'ils attribueront à la question, et donc celle de leur réponse. Dans certains cas, on peut dire que c'est la question qui crée l'opinion [...] », in Ghiglione (R.), Matalon (B.), *Les enquêtes sociales. Théories et pratiques*, Armand Colin, 1998, spéc. p. 117.

<sup>393</sup> « Si dire, c'est construire le réel, il convient – notamment pour atteindre au système de représentation de l'autre – de s'assurer que cette construction est bien une co-construction et que le réel produit est bien le résultat d'une négociation et non le résultat plus ou moins mécanique d'un pré-construit plus ou moins partiel et partial », in Blanchet (A.), Ghiglione (R.), Massonat (J.), Trognon (A.), *Les techniques d'enquête en sciences sociales*, Dunod, 2013, spéc. p. 147.

<sup>394</sup> Pessimisme véhiculé par exemple au travers de questions trop directives, du style : Pourquoi selon vous le *comply or explain* ne remplit-il pas ses objectifs en termes d'information fiable et utile des actionnaires ? » ; « Pourquoi selon vous le *comply or explain* est-il un instrument de réputation plutôt que de vérité ? » ; « La manipulation qu'organise le *comply or explain* est-elle selon vous dangereuse ? » ; « Le *comply or explain* est-il un outil efficace lorsqu'il s'agit de dissimuler des informations gênantes en matière de gouvernance ? » ; « L'insuffisance des contrôles de l'information livrée au travers du *comply or explain* vous inquiète-t-elle ? ».



neutralité rédactionnelle et orale des questions, et par la possibilité laissée au répondant de fournir des réponses diversifiées ou encore des positionnements sur des échelles.

L'attachement à produire un contexte d'enquête le plus neutre possible, libéré de présupposés à l'égard du *comply or explain*, risquait toutefois d'amener à une autre limite. En effet, le *comply or explain* laisse augurer une très forte « désirabilité sociale », et donc le biais corrélatif. Un tel phénomène, une fois de plus bien connu dans le champ des enquêtes sociales, correspond à la « tendance à déclarer des opinions ou des comportements conformes à ce qui est socialement acceptable ou désirable<sup>395</sup> ». Il importe alors de tenter de réduire cet effet, lequel s'attache globalement à la gouvernance d'entreprise : les préceptes et principes de ce courant d'idées s'articulent autour des deux grands items que sont l'indépendance des contrôles et la transparence des structures ; dans cette mesure, qui serait, spontanément, intuitivement, contre la gouvernance ? Très peu de monde vraisemblablement... Le *comply or explain*, supposé contribuer à l'effectivité de la mise en œuvre des principes de gouvernance d'entreprise, bénéficie à ce titre d'a priori favorables qui réaliseraient intensément ce biais de désirabilité sociale. Limiter un tel effet n'est pas chose aisée. Une des voies explorées à cette fin a consisté, lors de nos entretiens et autant que faire se peut, à confronter nos interlocuteurs à des constats tendant à questionner les présomptions positives que véhicule le *comply or explain*, constats vis-à-vis desquels il leur fut demandé de se positionner. De même, nous avons tenté d'associer aux questions ciblant l'opinion des acteurs, des questions plus objectives ciblant leurs pratiques et concourant à témoigner d'une certaine instrumentation des déclarations de gouvernance. Par exemple, dans le questionnaire, fut demandé à la catégorie de répondants « émetteur d'informations relatives à la gouvernance d'entreprise, ou son prestataire / conseil en communication et/ou gouvernance », de se positionner par rapport aux points suivants :

- 7) *Votre société est davantage soucieuse de mettre en avant son fort taux de conformité, que d'expliquer les déviations au code de gouvernance*
- 9) *Si votre société était frappée par un scandale de gouvernance, chercherait-elle à modifier sa communication sur sa conformité vis-à-vis des bonnes pratiques ?*

Toutefois, il s'agit là de questions très directes, peut-être trop, à l'égard desquelles on peut se demander s'il convient de cultiver quelque attente, tant elles rejoignent des réserves théoriques classiques dans le domaine des enquêtes sociales : « les déclarations d'intention et les déclarations d'actions [...] peuvent entretenir avec l'action des rapports allant de l'exagération valorisante ou de l'omission par souci de secret jusqu'aux déformations, aux réinterprétations et même aux "oublis sélectifs"<sup>396</sup> ».

Si ces limites précédemment décrites doivent probablement être tenues pour indépassables, elles ne sauraient pour autant anéantir l'intérêt de mener une démarche qualitative sur les effets et utilités des déclarations de gouvernance aux yeux de ceux qui en sont les acteurs ou parties intéressées. Le questionnaire et ses résultats seront exposés dans un premier temps (I), puis seront présentés les entretiens menés avec différentes parties prenantes dans le champ des déclarations de gouvernance (II).

---

<sup>395</sup> Bréchon (P.) (dir.), *Enquêtes qualitatives, enquêtes quantitatives*, PUG, 2011, spéc. p. 213.

<sup>396</sup> Bourdieu (P.), Chamboredon (J.-C.), Passeron (J.-C.), *Le métier de sociologue. Préalables épistémologique*, 5<sup>ème</sup> éd., Berlin – New-York, Monton - De Gruyter, 2005, spéc. p. 65.

### **I : L'hypothèse soumise à questionnaire**

Le questionnaire a été l'occasion de soumettre une multitude de questions intégrant le champ de nos réflexions, y compris celles ayant été menées dans le cadre de la première partie du présent rapport. Ne seront traitées ici que les questions en lien direct ou indirect avec l'hypothèse de l'instrumentation des déclarations de gouvernance à des fins de communication par la société sur ces valeurs d'éthique des affaires. L'intégralité du questionnaire est disponible en annexe 1 et 2.

Le questionnaire a été conçu via l'application « *Google Form* », gratuite mais pour autant très puissante et fonctionnelle. Deux versions ont été établies, une en français, l'autre en anglais.

Le résultat est décevant en termes de volume de répondants, surtout en comparaison de l'énergie déployée à concevoir la rédaction des documents en ligne. La stratégie de propagation du questionnaire a consisté à distribuer des paquets de cartes promotionnelles lors de nos entretiens (250 en ont été imprimées), et à inciter nos interlocuteurs à en opérer la ventilation au sein de leur réseau et parmi leurs adhérents. En outre, des mailing lists ont été établies auprès des grandes entreprises, cabinets d'audit et de leurs représentants, mais l'initiative s'est révélée peu concluante vu les systèmes de blocage automatique consécutifs à des envois groupés auxquels nous nous sommes confrontés. Ce sont donc essentiellement des répondants relevant de nos réseaux personnels qui ont accepté de se soumettre au questionnaire en ligne. Au final, seul un faible nombre de répondants se sont intéressés à cette démarche, ce qui n'a permis que de récolter 11 réponses, dont deux anglophones. Ce panel de répondants ne saurait donc être considéré comme représentatif. Il a néanmoins ce modeste mérite de présenter des profils diversifiés, à savoir :

- Catégorie 1 : un émetteur d'informations relatives à la gouvernance d'entreprise, ou son prestataire / conseil en communication et/ou gouvernance :
  - Deux dirigeants exécutifs de société
  - Un prestataire de conseils en gouvernance ou en communication
- Catégorie 2 : un détenteur / gestionnaire de capital ou son prestataire / mandataire, destinataire d'informations relatives à la gouvernance :
  - Un prestataire en conseil et/ou exercice de droits de vote
- Catégorie 3 : un tiers intéressé / concerné par les informations relatives à la gouvernance :
  - Cinq universitaires, chercheur, membre d'une communauté académique, scientifique...
  - Un étudiant
  - Un retraité expert-comptable

### **A/ Les résultats sur les 12 questions ayant trait directement ou indirectement à l'hypothèse**

Les résultats sont présentés dans les graphiques suivants :

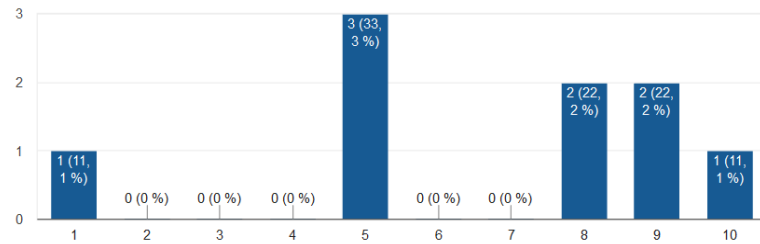
- la perception du *comply or explain* chez les répondants de toute catégorie ;
- l'expérience du *comply or explain* chez les répondants de catégorie 1 ;
- l'expérience du *comply or explain* chez les répondants de catégorie 2.

### La perception du *comply or explain* chez les répondants de toute catégorie

Note : les échelles graduées s'échelonnent de 1 « Pas du tout d'accord », à 10 « Totalement d'accord ».

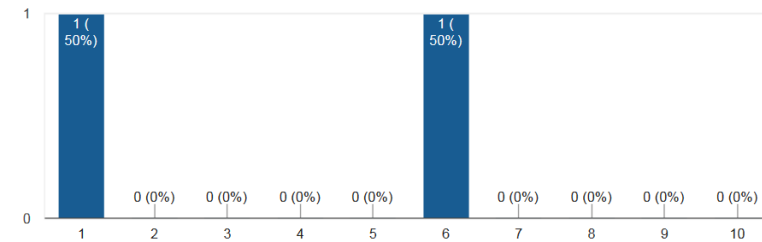
3) Le "Comply or Explain" est un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise

9 réponses



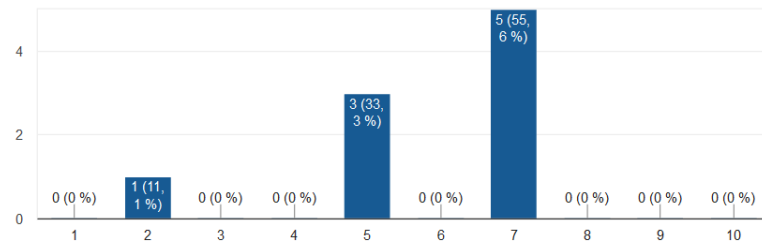
3) The "Comply or Explain" is dedicated to promoting the company's ethical values...

2 responses



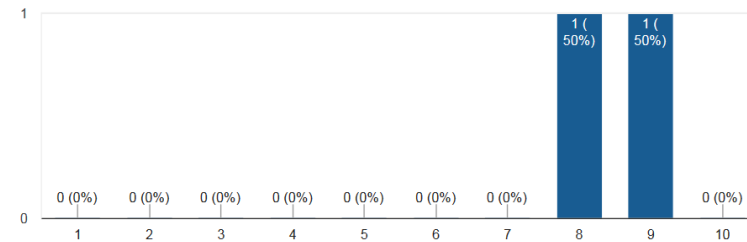
10) Dans une situation de non-conformité, une société préfère se déclarer conforme plutôt que fournir des explications gênantes sur sa gouvernance

9 réponses



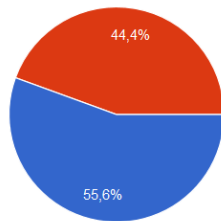
10) Despite non-compliance circumstances, companies prefers to declare itself compliant rather than disclose embarrassing explanations

2 responses



12) Le "Comply or Explain" est plutôt :

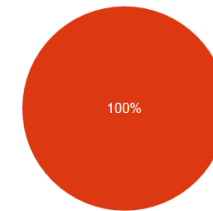
9 réponses



- Un outil qui apporte de la connaissance sur l'entreprise
- Un outil qui génère de la confiance envers l'entreprise

12) The "Comply or Explain" is rather...

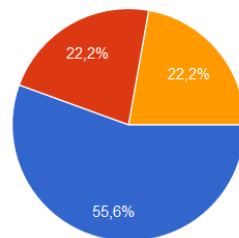
2 responses



- ... a mechanism that provides knowledge on a company
- ... a mechanism that gives rise to confidence towards a company

23) Selon vous, la structure actionnariale d'une société (niveau du flottant, investisseurs institutionnels, actionnariat salarié, actionnariat familial...) pourrait-elle avoir un impact sur les déclarations de gouvernance ?

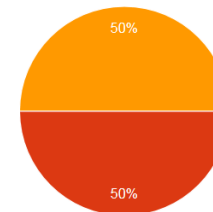
9 réponses



- Certainement
- Vraisemblablement
- Peu probable
- Pas du tout

23) According to you, could the ownership composition of the company (institutional investors, family shareholders, employees as shareholders, floating shareholders...) have an impact on its statements on corporate governance?

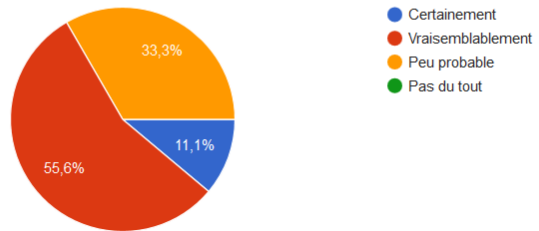
2 responses



- Certainly
- Probably
- Probably not
- Not at all

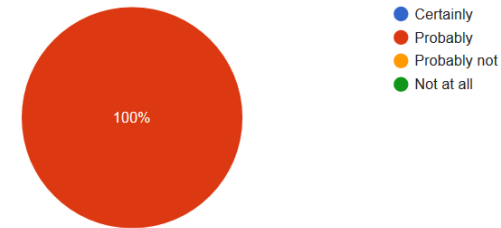
24) Selon vous, les bonnes performances économiques et financières des sociétés pourraient-elles influencer les déclarations de gouvernance ?

9 réponses



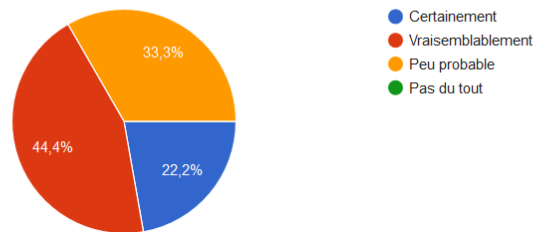
24) According to you, could good financial and economic performance of a company have an impact on its statements on corporate governance?

2 responses



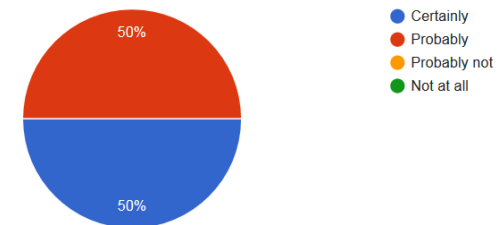
25) Selon vous, les mauvaises performances économiques et financières des sociétés pourraient-elles influencer les déclarations de gouvernance ?

9 réponses



25) According to you, could bad financial and economic performance of a company have an impact on its statements on corporate governance?

2 responses



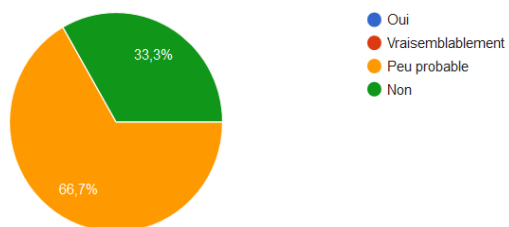
## L'expérience du *comply or explain* chez les répondants de catégorie 1

Note 1 : catégorie 1 = émetteur d'informations relatives à la gouvernance d'entreprise, ou son prestataire / conseil en communication et/ou gouvernance

Note 2 : les échelles graduées s'échelonnent de 1 « Sans conséquence », à 10 « Risque très important ».

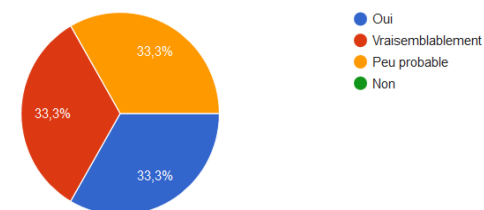
7) Votre société est davantage soucieuse de mettre en avant son fort taux de conformité, que d'expliquer les déviations au code de gouvernance

3 réponses



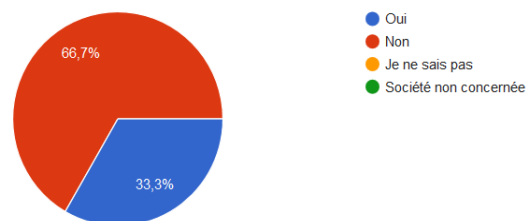
9) Si votre société était frappée par un scandale de gouvernance, chercherait-elle à modifier sa communication sur sa conformité vis-à-vis des bonnes pratiques ?

3 réponses



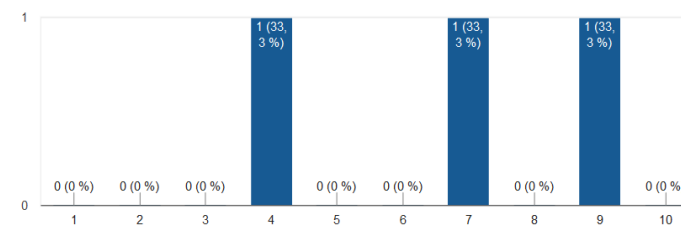
11) Un changement dans la structure du capital de votre société a-t-il eu un impact sur les explications fournies en cas de non-conformité ?

3 réponses



12) Le "Name & Shame" en cas de défaillance dans votre communication sociétaire relative à la gouvernance occasionne un risque de réputation ; où en situez-vous la gravité ?

3 réponses

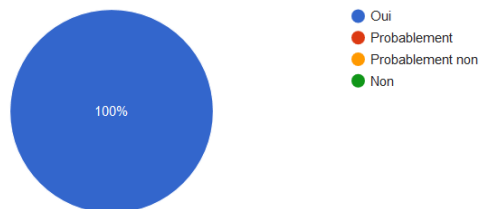


## L'expérience du *comply or explain* chez les répondants de catégorie 2

Note : catégorie 2 = un détenteur / gestionnaire de capital ou son prestataire / mandataire, destinataire d'informations relatives à la gouvernance

8) Pensez-vous qu'une société dans laquelle vous êtes impliqué cherche à mettre en avant ses valeurs éthiques auprès des actionnaires et des investisseurs lorsqu'elle communique par le biais du "Comply or Explain", y compris lorsqu'elle explique sa non-conformité ?

Une réponse



9) Pensez-vous qu'une société dans laquelle vous êtes impliqué cherche à mettre en avant ses valeurs éthiques auprès de l'opinion publique et des médias lorsqu'elle communique par le biais du "Comply or Explain", y compris lorsqu'elle explique sa non-conformité ?

Une réponse



## B/ Analyse des résultats

Les questions précédemment présentées ont toutes un lien direct ou indirect avec l'hypothèse d'une instrumentation des déclarations de gouvernance par les sociétés, dans un objectif de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise.

S'agissant des résultats relevant directement de l'hypothèse, et parmi tous les répondants, une forte majorité (10/11) estime à la fois que le *comply or explain* tendrait à constituer, de manière plus ou moins marquée, un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise, et que la société préférerait se déclarer conforme plutôt que fournir des explications gênantes sur sa gouvernance. Une majorité également (7/11) estime que le *comply or explain* est davantage un instrument qui génère de la confiance envers l'entreprise qu'un outil qui apporte de la connaissance sur l'entreprise. Le prestataire en conseil et/ou exercice de droits de vote représentant la catégorie 2 des répondants (détenteur / gestionnaire de capital ou son prestataire / mandataire, destinataire d'informations relatives à la gouvernance), avance sans hésitation que la société dans laquelle il est partie prenante cherche à mettre en avant, à la fois auprès des actionnaires, des investisseurs, de l'opinion publique et des médias, ses valeurs éthiques au travers de ses déclarations de gouvernance. En revanche, parmi la catégorie des émetteurs d'informations relatives à la gouvernance d'entreprise, ou leur prestataire / conseil en communication et/ou gouvernance (catégorie 1), deux estiment peu probable et un rejette l'idée que leur société serait davantage soucieuse de mettre en avant son fort taux de conformité, plutôt que d'expliquer les déviations au code de gouvernance ; pour autant, deux sur trois jugent vraisemblable ou certain que leur société chercherait à modifier sa communication sur sa conformité au code si elle était frappée par un scandale de gouvernance. Ces deux derniers résultats pourraient s'interpréter comme suit : la neutralité de la communication de la société sur sa conformité au code tendrait à s'estomper en cas de confrontation de la société à une période de crise médiatique sur sa gouvernance.

S'agissant des résultats relevant indirectement de l'hypothèse, des majorités nettes se dégagent pour supputer l'influence de facteurs exogènes sur les déclarations de gouvernance, à savoir : la structure de capital (8/11), les bonnes performances économiques et financières (7/11) ou inversement, les mauvaises performances économiques et financières (8/11). Et si les répondants de catégorie 1 estiment, pour deux tiers d'entre eux, qu'un changement dans la structure de capital de leur société n'a pas eu d'impact sur les explications fournies en cas de non-conformité, deux tiers considèrent que la stigmatisation publique de la mauvaise qualité des explications fournies par leur société en cas de non-conformité (« *Name and Shame* »), réaliserait un « risque de réputation » assez important, voire fortement important. La déclaration de gouvernance doit donc composer avec des facteurs d'influence, allant des performances jusqu'au dehors réputationnel de la société, en passant éventuellement par sa structure de capital. Le *comply or explain* ne vivrait pas en autonomie du contexte dans lequel les sociétés évoluent, mais serait susceptible d'être influencé par des facteurs exogènes auquel il aurait tendance à s'adapter.

Au total, ces résultats montrent que, du point de vue des participants au questionnaire, la déclaration de gouvernance n'est pas réductible à un exercice de froide mécanique, qui se limiterait à apprécier objectivement la conformité au code et à justifier des cas de déviation. Elle serait aussi un exercice de communication, contingenté par l'environnement et la situation de la société. Si l'hypothèse d'une instrumentation des déclarations de gouvernance par les sociétés, dans un objectif de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise, ne saurait être confirmée ou infirmée par ce faible échantillon d'opinions et d'expériences, ces dernières ont néanmoins le mérite de lui témoigner une certaine crédibilité.



## **II : L'hypothèse soumise à entretiens**

Les entretiens semi-directifs menés dans le cadre de cette recherche ont été l'occasion de soumettre à nos interlocuteurs l'hypothèse d'une utilisation de la déclaration de gouvernance à des fins de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise.

Ont été sollicités différents interlocuteurs, sur une période de 2 mois environ, en fonction des rôles qu'ils incarnent et des intérêts qu'ils représentent en matière de gouvernance d'entreprise. Ont été ainsi contactés :

- L'Association de Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM)
- L'Association Française de Gestion (AFG)
- L'Association Nationale des Actionnaires de France (ANAF)
- L'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA)
- L'Autorité des Marchés Financiers (AMF)
- Deminor
- Le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (HCGE)
- L'Institut Français des Administrateurs (IFA)
- Labrador
- Proxinvest

Ce genre de rencontres n'est pas un exercice totalement maîtrisable *in situ*, et les conversations menées ont pu prendre des tournures inattendues et porter sur des sujets s'éloignant quelque peu de l'hypothèse testée. Ceci s'explique aussi par le champ assez large des questions soumises à nos interlocuteurs. Sont donc restitués ci-après, et autant que faire se peut, des passages des conversations étant apparus les plus pertinents au regard de ladite hypothèse. Des choix et des coupes ont bien entendu dû être opérés, dans la mesure où il était impossible de rapporter *in extenso* les échanges dans le cœur du présent rapport ; le lecteur est donc renvoyé aux versions intégrales des entretiens, systématiquement contrôlées *ex post* par nos interlocuteurs, et éventuellement amendées par leurs soins, lesquelles figurent en annexe 3 du présent rapport.

Seuls l'AFG et Proxinvest n'ont pas été en mesure de nous recevoir, tandis que la représentante de l'ADAM ne nous a pas retourné à ce jour la version écrite de l'entretien ; conformément à notre engagement, nous ne la ferons pas figurer dans le présent rapport.

De ces entretiens, ressort globalement une distinction en fonction de la qualité de nos interlocuteurs. L'idée d'une mise en avant des valeurs éthiques de l'entreprise par le biais des déclarations de gouvernance, y compris lorsque la société expose les justifications à sa non-conformité, est plutôt rejetée par les représentants des sociétés, tandis qu'elle est plutôt acceptée par les représentants des actionnaires. Ce constat ne saurait toutefois être trop tranché, et nous laissons au lecteur le soin de se forger sa religion au travers des extraits choisis ci-après ; les entretiens ont été classés par ordre alphabétique des interlocuteurs, et sont suivis d'une brève analyse des éléments les plus significatifs qu'ils contiennent.

## A/ Entretien avec l'Association Nationale des Actionnaires de France (ANAF)



Association Nationale  
des Actionnaires de France

L'Association Nationale des Actionnaires de France (ANAF) est, avec l'ADAM, une des deux principales associations de défense de l'actionnariat en France. L'association se positionne clairement sur l'accompagnement et la défense du petit porteur actionnaire individuel, et non pas sur la représentation des gestionnaires d'actifs. Voici la présentation de l'activité de l'ANAF sur son site internet :

*« La perte de confiance des épargnants dans l'investissement n'est pas une fatalité, par ses actions, L'ANAF a pour objectifs :*

- de SUIVRE L'EVOLUTION des marchés pour mieux saisir les opportunités qui se présentent.*
- de FAVORISER l'investissement en actions par ses publications régulières.*
- d'AIDER ses membres à mieux connaître et exercer leurs droits d'actionnaires, et valoriser leur capital placé en actions.*
- d'ASSURER UNE PRESENCE affirmée à un grand nombre d'assemblées annuelles des actionnaires des plus grandes sociétés ».*

### Restitution d'entretien

#### ANAF (Association Nationale des Actionnaires de France)

Vendredi 5 mai 2017, 9h30 – 10h30

Lille

Une personne présente pour l'ANAF :

**M. Gérard Gérardin (G. G.)** : Président de l'ANAF

Une personne présente pour le projet :

**M. Jean-Christophe Duhamel (J.-C. D.)** : IGR, Lille 2

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

#### **[Extrait]**

**(J.-C. D.)** : J'aborde le second volet de cet entretien avec une question assez large : pensez-vous que le *comply or explain* est un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise ? Cette question fait un peu écho à une réflexion que nous avons glanée auprès du HCGE, dont le secrétaire général nous a dit : "Il y a la communication sur la gouvernance. Mais la gouvernance ce n'est pas de la communication". Que vous inspire cette phrase ?

**(G. G.)** : A mon avis, bien sûr que oui ! Aujourd'hui, tout est axé sur la communication. La dimension marketing est très importante dans tous les domaines, et pas spécifiquement dans ces questions de gouvernance. Cela déborde aussi sur d'autres sujets. Il est de bon ton par exemple dans les sociétés d'avoir aujourd'hui un comité des actionnaires individuels. Un certain nombre de nos membres y ont participé, mais cela n'a pas beaucoup d'intérêt, si ce n'est de mettre en avant les aspects positifs de l'entreprise, de sa gestion, de ses succès... Le responsable de l'actionnariat institutionnel ou individuel au sein des sociétés est avant tout un communicant. Nous le constatons très nettement, et parfois c'est tellement flagrant. Par exemple, dans une société qui avait une longue tradition de discussion avec les actionnaires, un de nos membres assistait à ce genre de comité d'actionnaires, où même le président de l'entreprise était présent. Au jour où cette société a entrepris de fusionner avec un autre acteur du marché, tous les membres de ce comité informel d'actionnaires ont été écartés. Ce comité fut dissout de fait, sans préavis ni explication. Cela montre que tout cela n'est que de la

communication, car dès l'instant qu'apparaissent des difficultés, un contexte avec des enjeux réels qui pourraient être discutés, jugés par les actionnaires, alors il n'y a plus de dialogue ! Depuis 25 ans que je gravite dans ce milieu de l'actionnariat individuel des sociétés cotées, jamais je n'ai vu une société se rapprocher de ses actionnaires individuels dans des moments, si ce n'est difficiles, au moins stratégiques et importants. Lors de ces périodes, l'information descend à zéro. Donc, de manière à peine exagérée, je peux dire que ces questions d'information en matière de gouvernance, parce qu'elles ne portent que sur des choses qui sont censées démontrer que tout s'organise bien dans la société, ce n'est que de la communication.

**(J.-C. D.)** : Selon vous, les mauvaises performances économiques et financières des sociétés pourraient-elles influencer les déclarations de gouvernance ?

**(G. G.)** : Certains cas ont été caricaturaux, mais depuis des exemples comme Vivendi, j'ai davantage de mal à répondre. Je ne sais pas si cette motivation qui concourrait à compenser de mauvaises performances par l'information sur la gouvernance existe vraiment.

Analyse des éléments les plus significatifs :

Le représentant de cette association d'actionnaires individuels se montre incrédule quant aux fonctions des informations relatives à la gouvernance, qu'il associe ouvertement et sans hésitation à une démarche de communication de l'entreprise sur ses réussites et ses valeurs. En cela, et selon son expérience, ce type d'information ne suivrait qu'une tendance globale des sociétés à communiquer de bon gré sur leurs succès, et à limiter en revanche cet exercice à un degré minimum lorsqu'il porte sur des « enjeux réels », sur des domaines « stratégiques » ou « importants ». Le sentiment que la gouvernance d'entreprise en général, et les déclarations de gouvernance en particulier, présenteraient assez peu d'enjeux réels, importants ou stratégiques, a donc semblé assez présent dans l'esprit de notre interlocuteur. Toutefois, de là à estimer que les déclarations de gouvernance pourraient être un outil de communication utilisé par l'entreprise pour compenser de mauvaises performances, il y a un pas que notre interlocuteur se garde bien de franchir.

## B/ Entretien avec l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA)



L'ANSA représente les intérêts des sociétés par actions, et notamment des grandes sociétés cotées. Comme l'association l'énonce sur son site :

*« L'Association Nationale des Sociétés par Actions regroupe des sociétés par actions cotées ou non cotées et des cabinets d'avocats. Son action s'inscrit depuis sa création en 1930 dans le même champ de compétences : le droit des sociétés, le fonctionnement des marchés boursiers, le régime des valeurs mobilières et la fiscalité de l'actionnaire et de haut de bilan ».*

L'ANSA est notamment dotée d'un comité juridique, qui émet des avis sur l'interprétation et la mise en œuvre des règles de droit qui s'appliquent aux sociétés, avis qui ont d'abord vocation à être communiqués aux membres de l'ANSA, mais qu'on peut également retrouver dans un bulletin publié régulièrement.

Il ressort de l'expérience de lecture des productions de l'ANSA que son activité se porte plus naturellement vers le droit dur des sociétés que vers le droit souple.

### Restitution d'entretien

#### Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA)

Mardi 12 avril 2017, 14h00 – 15h00

Locaux de l'ANSA, Paris

Trois personnes présentes pour l'ANSA :

**M. Christian Schricke (C. S.)** : Délégué général de l'ANSA

**Mme Isabelle Trémeau (I. T.)** : Secrétaire générale de l'ANSA

**M. Régis Foy (R. F.)** : Juriste, Secrétaire du Comité juridique de l'ANSA

Deux personnes présentes pour le projet :

**M. Jean-Christophe Duhamel (J.-C. D.)** : IGR, Lille 2

**M. Ammar Sharkatli (A. S.)** : Docteur en droit, Lille 2, professeur associé à l'EDHEC

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

#### **[Extrait]**

**(J.-C. D.)** : Le *comply or explain* est-il un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise ? Laisse-t-il des marges pour la promotion, la mise en avant des valeurs éthiques de l'entreprise ? Ou s'agit-il d'un exercice existentialiste de vérité absolue ?

**(C. S.)** : Je ne pense pas que l'on puisse dire qu'il s'agit d'un outil de promotion des valeurs de l'entreprise. Il y a des entreprises qui en effet mettent en avant des valeurs distinctives. Beaucoup de ces valeurs sont des valeurs qui sont communes à la plupart des grandes entreprises mais, parfois, certaines entreprises accordent une priorité à des standards de type RSE, de type environnementaux, etc. Le *comply or explain* ne joue aucun rôle là-dedans. Je ne dis pas qu'à l'occasion on ne puisse pas l'utiliser pour justifier ceci ou cela, mais ce n'est pas du tout à mon sens un instrument de promotion

de telle ou telle valeur ou principe d'action d'une société. Les sociétés utilisent d'autres outils de communication, mais pas le *comply or explain*.

**(J.-C. D.)** : N'est-il pas regrettable que le contrôle de la qualité de la communication en matière de gouvernance d'entreprise prenne le pas sur celui de la réalité, de la véracité des pratiques de gouvernance déclarées par les sociétés ? On a l'impression finalement que la société est en situation d'autocontrôle, via le conseil d'administration, des informations relatives à la gouvernance. Ne faudrait-il pas instaurer un contrôle un peu plus objectif sur ces informations relatives à la gouvernance ?

**(C. S.)** : D'abord je vous rappelle que pour les sociétés cotées, toutes les informations qu'elles publient doivent être sincères, exactes et non trompeuses. Donc elles n'ont pas le droit de ne pas dire la vérité. Elles ne sont pas obligées de dire toute la vérité, mais elles ne peuvent pas donner des informations fausses. C'est un principe fort et l'AMF est là pour contrôler son application. Bien entendu, l'AMF n'a pas un contrôleur à demeure dans chaque entreprise pour vérifier si ce qui est dit sur X ou Y est vrai. Mais de toute façon il n'est pas de l'intérêt des sociétés de mentir. C'est une question de crédibilité. Pour une société cotée, il est absolument indispensable d'avoir une crédibilité vis-à-vis des actionnaires, des investisseurs, du marché. Le principe reste donc qu'elle dit la vérité. Pas forcément toute la vérité, mais ce qu'elles disent, c'est la vérité !

Ensuite, il y a une partie des informations qui peuvent être données qui sont des informations de pur fait, comme par exemple la composition du conseil d'administration, les CV des membres, le nombre de réunions du conseil, des comités, etc. Cela est très facile à vérifier même pour quelqu'un d'extérieur. Vous pouvez d'ailleurs être sûr que si la société disait qu'il y a eu dix réunions du comité d'audit alors qu'il y en a eu trois, les commissaires aux comptes qui savent très bien combien il y a eu de réunions diraient qu'il existe une irrégularité dans la déclaration à ce niveau-là... Il ne faut donc pas négliger le fait qu'il existe déjà des contrôles internes, même si ce n'est pas leur principal rôle de vérifier cette information. Après, vous avez des éléments d'ordre qualitatif, comme par exemple l'appréciation de l'indépendance des administrateurs. C'est un exercice qui n'est pas une science exacte, et d'ailleurs en principe ce sont les conseils qui portent une appréciation sur le caractère indépendant de leurs membres avec des éléments d'explication qui sont fournis, et de plus en plus même si on compare avec la situation qui prévalait voici 15 ans. Après, on n'est pas obligé de croire les conseils, il y a même des gens qui parfois ne les croient pas. Des représentants d'investisseurs ne se gênent pas parfois pour dire qu'ils ne sont pas d'accord pour considérer que M. X ou Mme Y est indépendant pour telle ou telle raison. C'est leur droit. Ils ont le droit de penser ce qu'ils veulent. Et l'on ne peut pas dire pour autant que c'est vrai ou que c'est faux. Cela dépend d'un jugement personnel du destinataire de l'information. Donc, sur ces informations de type qualitatif, que voulez-vous contrôler ? Il n'y a rien à contrôler, ce n'est pas contrôlable. C'est une appréciation qui est portée, on ne va pas mettre un contrôleur sur ce type d'information. Ce sont des informations qui n'ont pas besoin d'être contrôlées, parce que ce sont soit des informations de fait qui sont aisément vérifiables, soit des questions d'appréciation qui ne se prêtent pas à proprement parler à un contrôle. Et d'ailleurs, vous trouverez parfois des règles qui ne sont pas toujours suffisamment précises pour qu'on puisse apprécier si elles sont strictement respectées... Parfois, c'est formulé en termes généraux...

**(J.-C. D.)** : Oui, tout à fait, comme des considérations d'équilibre dans la rémunération....

**(R. F.)** : En parlant de rémunération et de contrôle, je pense que le commissaire aux comptes opère un contrôle sur ce sujet des rémunérations au sens large puisque si on prend par exemple les stock-options, vous avez l'obligation pour les commissaires aux comptes d'émettre un rapport spécial. Pour les retraites chapeau également, car il y a une implication comptable pour la société et donc un contrôle de la cohérence des chiffres par le commissaire aux comptes. Ces renseignements font aussi partie du rapport de gestion, et sont des éléments soumis au contrôle de sincérité des comptes... Il peut certes y avoir des failles, comme dans tout contrôle, mais l'on ne peut pas dire qu'il n'y a pas de contrôle sur ces éléments.

**(A. S.)** : Si ce n'est la déclaration de gouvernance, au moins s'agissant des informations relatives à la gouvernance, s'agit-il là d'informations plutôt attendues par les investisseurs ? D'autre part,

l'information relative à la gouvernance est-elle selon vous déterminante dans la décision d'investissement des investisseurs ?

**(C. S.)** : Je pense qu'il s'agit d'informations attendues de la part de la plupart des investisseurs institutionnels, beaucoup moins par les actionnaires individuels.

**(J.-C. D.)** : Comment l'expliquez-vous d'ailleurs ?

**(C. S.)** : Je pense que les actionnaires individuels, pour la plupart, ce qui leur importe, ce sont les performances financières des actions, en tout cas beaucoup plus que la gouvernance de la société.

**(J.-C. D.)** : Et pas les institutionnels ? Il y aurait moins d'intérêt pour la performance des investissements ? Je trouve cela étonnant.

**(C. S.)** : Ils accordent plus d'importance relative, en général, par rapport aux actionnaires individuels, à ces questions de gouvernance, aussi parce que de leur point de vue, cette question participe de la performance. Mais encore faut-il distinguer aussi en fonction des catégories d'investisseurs institutionnels. Chacun va avoir des priorités et des règles de gestion différentes, comme par exemple les fonds ISR, qui regardent particulièrement les performances extra-financières. Mais globalement, même ceux qui n'affichent pas nécessairement un attachement particulier aux principes ISR, vont regarder les sujets de gouvernance comme des éléments qui contribuent à la performance de la société. Ils vont considérer que les informations sur la gouvernance de la société, la composition du conseil, la compétence des membres du conseil, leur indépendance par rapport au management, sont des éléments pertinents pour considérer toutes choses égales par ailleurs, et elles ne sont jamais égales par ailleurs, que c'est un élément positif ou d'ailleurs négatif par rapport à un autre. En réalité, tout ceci est sectoriel : finance, assurance, chimie, pharmacie, on compare les gouvernances des concurrents sur des secteurs d'activité comparables, et on pourra considérer qu'une gouvernance peut faire la différence dans une décision d'investissement. Mais ce n'est pas forcément déterminant pour autant. Ce qui est sûr, c'est que ce critère a beaucoup progressé en 20 ans. Aujourd'hui cela joue un rôle beaucoup plus important qu'il y a 20 ans dans la décision d'investissement ou de désinvestissement, mais ce n'est jamais bien entendu la seule considération.

**(J.-C. D.)** : Donc, le risque réputationnel, notamment au travers du *Name and shame*, existe vraiment. Les sociétés craignent vraiment d'être stigmatisées dans leur gouvernance parce qu'elles savent que les investisseurs attendent cette information, en tireront des jugements...

**(C. S.)** : Les sociétés cotées, oui, tiennent à leur réputation, et la gouvernance est un élément de leur réputation. Ce n'est pas le seul élément de réputation... Une société qui présente des performances exceptionnelles, même si sa gouvernance est critiquable, trouvera toujours des investisseurs pour venir investir chez elle... Les Facebook ou Apple ne sont pas des modèles de gouvernance, mais beaucoup de gens vont mettre de l'argent chez eux... Il ne faut jamais oublier cela.

**(R. F.)** : Et il n'y a jamais eu de démonstration scientifique du lien entre la gouvernance et les performances. Si l'on remonte à l'origine du mouvement de la gouvernance d'entreprise, il ne faut pas oublier qu'il s'agissait aussi d'un moyen de couvrir la responsabilité des administrateurs d'une part, et ensuite, des gestionnaires de fonds, notamment des fonds de retraite. Cela servait à montrer le sérieux de la gestion d'actifs financiers, d'apporter la preuve d'un investissement sérieux, dans des sociétés qui appliquaient ces principes de gouvernance, avec une direction exécutive bien contrôlée. Pour un gestionnaire, c'est aussi un élément pour montrer à ses clients que lui aussi a été diligent, qu'il utilise les moyens qu'il a à sa disposition pour investir dans des sociétés qui affichent une gouvernance en phase avec les meilleures pratiques.

Analyse des éléments les plus significatifs :

L'hypothèse d'une instrumentation du *comply or explain* au service d'une stratégie de communication sur les valeurs éthiques de l'entreprise est nettement rejetée par les représentants de l'ANSA ; si d'autres vecteurs de communication peuvent revêtir cette fonction, tel n'est pas le cas des déclarations de gouvernance. La technique du *comply or explain* n'offre que très peu de place à la démarche promotionnelle, car de deux choses l'une : soit les recommandations vis-à-vis desquelles les entreprises se positionnent sont totalement objectives (pourcentage d'administrateurs indépendants, réunions de comités du conseil, etc.) et donc ne se prêtent qu'à un exercice binaire de vérité/mensonge soumis à l'épreuve des contrôles internes et externes, soit il s'agit de recommandations subjectives (indépendance des administrateurs, équilibre des rémunérations servies aux dirigeants, etc.), lesquelles par nature se prêtent à l'interprétation et amènent donc inmanquablement l'entreprise à livrer ses propres représentations des règles de bonne gouvernance et d'éthique de gestion. Pour cette seconde catégorie d'information, aucun contrôle d'objectivité n'est pensable, tout jugement de valeur étant laissé à l'appréciation des observateurs, libres « d'en penser ce qu'ils veulent ». Interrogés sur l'impact de ce genre d'information sur les investisseurs, les représentants de l'ANSA insistent sur une distinction qui reviendra à plusieurs reprises à l'occasion d'autres entretiens : il importe d'opérer la distinction entre les investisseurs professionnels, la plupart du temps gestionnaires d'actifs, et les investisseurs individuels. Les premiers témoignent d'un intérêt bien plus marqué que les seconds pour l'information relative à la gouvernance, en ce compris les déclarations de conformité, même si bien entendu, le critère de la performance reste prédominant pour tous.

## C/ Entretien avec l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)



En qualité d'autorité de régulation, l'AMF est un acteur incontournable de la gouvernance d'entreprise, et particulièrement des informations délivrées par les sociétés en la matière. Le législateur lui assigne un rôle spécifique : elle doit chaque année établir un rapport sur les rapports de gouvernement d'entreprise émis par les sociétés, lesquels intègrent les déclarations de gouvernance, et peut, à cette occasion, approuver toute recommandation qu'elle jugerait utile (v. art. L. 621-18-3 c. mon. fin.).

### Restitution d'entretien

#### Autorité des marchés financiers (AMF)

Lundi 27 mars 2017, 11h00 – 12h15

Locaux de l'AMF, Paris

Trois personnes présentes pour l'AMF :

**M. François-Régis Benois (F.-R. B.)** : directeur, Division de la régulation des sociétés cotées, Direction de la régulation et des affaires internationales ;

**M. François Gilbert (F. G.)** : Division de la régulation des sociétés cotées, Direction de la régulation et des affaires internationales

**Mme Maryline Dutreuil Boulignac (M. D. B.)** : Division de la régulation des sociétés cotées, Direction de la régulation et des affaires internationales

Deux personnes présentes pour le projet :

**Jean-Christophe Duhamel (J.-C. D.)** : IGR, Lille 2

**Martin Kruczkowski (M. K.)** : Master 2, Lille 2

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

#### **[Extrait]**

**(J.-C. D.)** : Peut-être trouverez-vous ma prochaine question un peu brutale : pensez-vous que le *comply or explain* est un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise ?

**(F.-R. B.)** : La question n'est pas brutale, elle est intéressante. Le terme de « promotion » est ambigu car il y a là effectivement un aspect communicationnel et *marketing*. Et puis évidemment, l'écosystème ambiant pousse à ce que les sociétés soient de plus en plus dans un affichage de leurs valeurs et de leur éthique. Parce qu'il y a la pression des parties prenantes, de la société civile et puis vraiment, du coup sur un volet strictement juridique, la montée en puissance de la *compliance*, certes dans les banques, mais aussi dans les sociétés de manière générale. Il y a des sanctions potentielles sur des aspects très précis, comme en matière de corruption, etc.

**(J.-C. D.)** : Mais là on est sur du droit dur tout même, et pas sur de la gouvernance...

**(F.-R. B.)** : Oui, mais il y a l'influence de différents critères qui fait que les sociétés sont incitées à communiquer sur ces différents sujets. Le *comply or explain*, c'est vraiment un outil à la fois puissant et malléable. C'est cela qui fait sa force. On peut vouloir rigidifier le *comply or explain*, mais c'est aussi sa souplesse, son adaptabilité, qui fait son intérêt. Il se diffuse dans un certain nombre de branches du droit souple. C'est la même chose en droit européen. Un des outils les plus efficaces de la doctrine ESMA, ce sont les « *guidelines* ». C'est-à-dire les orientations sur lesquelles chaque régulateur doit dire



publiquement s'il se conforme ou pas, et on y réfléchit à deux fois avant de publier notre conformité aux *guidelines*. Pour revenir à l'éthique, et bien dès lors qu'on parle de gouvernance, on parle d'éthique...

**(J.-C. D.)** : Nous, personnellement, au terme de notre dépouillement de centaines de déclarations de gouvernance, nous n'avons jamais vu une entreprise se tirer une balle dans le pied à l'occasion de sa déclaration de gouvernance, où elle reconnaîtrait des manquements au code et sa mise en œuvre d'une gestion peu recommandable, bref où elle assumerait une culture d'entreprise qui ne serait pas porteuse des grandes valeurs de l'éthique des affaires... Les justifications dans le volet « *explain* » sont toujours tirées par le haut, dans l'objectif de promouvoir les positions de l'entreprise en matière de gouvernance. Et donc, le *comply or explain*, c'est toujours dans le même sens, c'est-à-dire pro-éthique de l'entreprise. Et donc, en termes d'information objective et neutre de l'investisseur, du marché, de l'opinion, on reste sur sa faim. Après, le jugement revient à l'esprit du lecteur de la déclaration, à savoir est-il convaincu ou pas par la communication de l'entreprise.

**(F.-R. B.)** : Forcément, le *comply or explain* est subjectif. Quand on s'explique sur ce qui perçu comme un écart ou un manquement vis-à-vis des recommandations de bonne pratique, c'est par définition subjectif. Après c'est au récipiendaire de l'information de juger si c'est pertinent, crédible, suffisant, etc. Et il y a la couche que l'AMF rajoute en termes de contrôle de l'intelligibilité et de la cohérence de l'information, en particulier dans le *comply or explain*. Parce qu'effectivement, le rapport de l'AMF, *in abstracto*, pourrait très bien ne pas aborder le sujet de la gouvernance par cet angle. C'est un rapport sur les publications des sociétés, et de fil en aiguille, on en est venu à apprécier le *comply or explain*, la manière dont le *comply or explain* est appliqué avec le référentiel spécifique de l'AFEP-MEDEF.

**(J.-C. D.)** : De toute façon, le législateur n'est pas très précis quant à la mission qu'il assigne au régulateur en la matière ; presque rien n'est dit à l'article L. 621-18-3 du code monétaire et financier, texte qui n'a quasiment pas changé depuis ses origines. Nous en parlions avec Martin ; il est clair que l'AMF a su définir par elle-même le champ de la mission que lui assigne vaguement le législateur, l'ampleur de son champ d'investigation. Vous avez dû par vous-même et pour vous-même être plus ambitieux.

**(F.-R. B.)** : On pourrait certes faire différemment. On pourrait se contenter d'un rapport de trente pages. Et il y a parfois des questionnements internes sur la démarche du rapport. En tout cas c'est clair qu'en 2015, on a senti qu'on avait atteint un certain point critique, même s'il faut le retracer dans le contexte. Il y a eu des cas compliqués, avec Lafarge, Sanofi, Alcatel, où on rentre à la lisière de ce qui constitue la bonne information, l'information cohérente. Quand on distille un *package* de rémunérations pour lequel les différentes informations sont difficiles à reconstituer, y compris pour des spécialistes et pour l'AMF, on peut considérer que cela n'est pas très satisfaisant comme situation. Pour un de ces trois cas, on a pu débattre longuement sur l'ampleur réelle du *package* accordé à tel dirigeant et sur la façon dont il était valorisé. Donc c'est pour cela que l'on a fait cette recommandation sur le communiqué de presse unique qui décrit l'ensemble des items plutôt que distiller au fur et à mesure les différentes composantes des rémunérations. Pour l'investisseur, cela devient lisible. Dès lors, le fait de devoir expliquer et recommander tout cela aboutit à alourdir notre rapport annuel, avec en outre des effets de répétition dans la synthèse. Bilan : on a revu cela l'année dernière avec un parti pris clair d'alléger le rapport sans diminuer sa qualité. On garde cette même ligne pour cette année mais comme on a un certain nombre de sujet à aborder, peut-être repartirons-nous sur un volume plus important.

Analyse des éléments les plus significatifs :

Interrogés sur le *comply or explain* en tant qu'outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise, les représentants de l'AMF considèrent que ce mécanisme intègre en partie un « aspect communicationnel et marketing ». Toutefois, une telle vocation serait peut-être davantage liée à un contexte global, un « écosystème ambiant qui pousse à ce que les sociétés soient de plus en plus dans un affichage de leurs valeurs et de leur éthique », lui-même servi par un cadre juridique de *compliance* de plus en plus présent. Réagissant à nos constats voulant que le *comply or explain* n'aboutit jamais, à l'occasion des justifications données par les sociétés en cas d'écart au code de gouvernance, à un exercice d'auto-critique de leur culture d'entreprise singulière, les représentants de l'AMF estiment qu'il est illusoire d'attendre d'une entreprise un tel jugement sur ses propres choix de gouvernance. Estimant que le *comply or explain* est « forcément subjectif », nos interlocuteurs en concluent qu'il revient aux seuls destinataires de l'information de forger leur jugement sur les explications fournies en cas de non-conformité au code : est-ce « pertinent, crédible, suffisant, etc. ? ».

## D/ Entretien avec Deminor



*Deminor* est un interlocuteur qui n'a actuellement plus d'établissement en France, s'étant replié sur son centre d'activité historique à Bruxelles. Mais il bénéficie d'une forte expérience et notoriété en tant que prestataire de conseil, de défense et de représentation des actionnaires.

Voici la présentation de l'entreprise *Deminor* donnée sur son site internet :

*« Deminor est le leader européen en matière d'engagement des actionnaires, de protection des investisseurs, de récupération de pertes sur investissements et dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Nos services sont destinés aux investisseurs dans des sociétés cotées dont les titres sont largement répandus dans le public, dans des sociétés cotées dont la détention du capital est plus concentrée et dans des sociétés à caractère fermé et familial ».*

### Restitution d'entretien Deminor

Mercredi 3 mai 2017, 14h00 – 15h00

Locaux de *Deminor*, Bruxelles

Deux personnes présentes pour Déminor :

**M. Bernard Thuysbaert (B. T.)** : Managing Director

**Mme Stéphanie Kervyn de Meerendré (S. K. M.)** : Senior Legal Consultant

Deux personnes présentes pour le projet :

**M. Jean-Christophe Duhamel (J.-C. D.)** : IGR, Lille 2

**M. Ammar Sharkatli (A. S.)** : Docteur en droit, Lille 2, professeur associé à l'EDHEC

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

#### **[Extrait]**

**(J.-C. D.)** : L'aspect recouvrement d'indemnisation me semble particulièrement intéressant dans l'activité de *Deminor*... Vous écrivez sur votre site : "Nous aidons les investisseurs, où qu'ils se trouvent dans le monde, à recouvrer leurs pertes sur investissements subies à la suite d'une mauvaise gestion au sein d'une société, d'un abus de marché, d'une violation du droit des sociétés ou du droit financier, d'une faillite ou d'un redressement judiciaire, d'une fraude en matière d'investissement ou de situations comparables". Pourrait-on imaginer une action de la part de votre groupe, pour défendre des investisseurs qui se sentiraient trompés par des informations relatives à la gouvernance d'entreprise ? Vous évoquez après tout l'"abus de marché", ce qui correspond tout à fait à l'information trompeuse délivrée à l'investisseur sur les marchés... Cela aurait-il un sens d'intenter de telles démarches de recouvrement d'indemnisation, par exemple dans l'hypothèse où un décalage existerait entre la gouvernance affichée par la société (et sa conformité à un code en particulier), et de mauvaises décisions prises qui traduiraient une mauvaise gouvernance ? Il y aurait contradiction entre le caractère rassurant de l'information sur la gouvernance transmise par la société, et les pratiques décisionnelles réellement mises en œuvre... Il suffit de penser par exemple à l'affaire Enron : une excellente gouvernance déclarée, et un *business* très risqué derrière et non transparent. Ce qui trompe

l'investisseur ici, ce n'est pas ce qui est caché, mais bien plus les déclarations de conformité aux meilleures pratiques...

**(B. T.)** : Effectivement ce genre d'intervention est un des sujets auquel nous nous confrontons de manière permanente depuis plusieurs années. Beaucoup d'investisseurs nous font confiance dans le monde entier s'agissant des questions d'informations trompeuses. Souvent l'information en cause est ceci étant de nature financière : bilan, comptes... Mais la question des informations trompeuses spécifiquement en matière de gouvernance fait partie d'un tout. Par exemple, nous sommes actuellement dans une affaire de réalisation d'un risque industriel et environnemental lié à de fausses informations données par la société quant aux taux d'émissions polluantes de ses produits commercialisés. Cette information spécifique de nature industrielle rejait forcément sur la sincérité de l'information donnée par la société en matière environnementale, et aussi sur celle donnée en matière de gouvernance. Le conseil d'administration était-il au courant de la situation, de ce risque ? Si non, cela ne révèle-t-il pas un problème de gouvernance ? Si oui, cela ne révèle-t-il pas un problème de gouvernance également ? Dans ce genre de dossiers, nous soulevons fréquemment les problèmes de gouvernance incidents. Pour vous donner un exemple, nous avons participé voici trois ans à l'assemblée générale d'une grande société française du CAC 40. Lors de cette assemblée générale, nous avons posé une question au conseil d'administration, lequel n'était pas au courant du dossier dont nous parlions alors que le responsable en charge de cette affaire nous avait dit que cette information était remontée au conseil... Cette question, qui entrait dans un contexte de participations croisées de notre client, a donc donné lieu à un débat sur la gouvernance. Les administrateurs se sont rendus compte que le système interne de remontée d'informations au conseil, lequel était pourtant décrit de manière kilométrique dans le rapport annuel et présenté comme efficace, si ce n'est optimal, n'était pas bon. Ce problème majeur de la remontée d'informations au conseil n'avait pas été soulevé au plus haut niveau. Nous n'avions absolument pas imaginé que le conseil d'administration, au plus haut niveau, n'était pas au courant des préoccupations de notre client, qui était pourtant une entreprise publique importante.

**(J.-C. D.)** : Et ce genre de situation serait-il assez répandu selon-vous ? Ou en tout cas plus répandu qu'on ne l'imagine ?

**(B. T.)** : Bien sûr ! Tout simplement parce que ces informations dans les rapports, qui décrivent les structures de gouvernance, l'organisation des contrôles par les administrateurs, par les membres des comités du conseil, tout cela est écrit sur du papier uniquement... Les personnes qui rédigent les rapports de gouvernance et les déclarations de conformité aux recommandations ne sont pas de toute façon dans ces structures de gouvernance, conseils ou comités, et je ne suis même pas sûr que les administrateurs lisent ces rapports...

**(J.-C. D.)** : Le *comply or explain* est-il un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise ? Plus précisément, pensez-vous qu'une société cherche à mettre en avant ses valeurs éthiques lorsqu'elle communique par le biais du *comply or explain*, y compris lorsqu'elle explique sa non-conformité ?

**(S. K. M.)** : Oui, moi je dirais oui. C'est un produit de com'. C'est clairement un produit marketing.

**(J.-C. D.)** : Ah bon ? Un produit marketing et de communication ?

**(B. T.)** : Bien sûr ! Bien sûr !

**(J.-C. D.)** : Qu'on se comprenne bien. Je parle d'outil qui participe d'une stratégie de communication.

**(B. T.)** : Pour une entreprise, tout ce travail que représente la communication en matière de gouvernance mais également en matière de responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise, intègre en général aujourd'hui une dimension de promotion et de communication marketing. Un certain nombre de grandes entreprises éditent aujourd'hui des brochures supplémentaires, à côté du rapport annuel, pour vanter leur action dans tel ou tel domaine.

**(J.-C. D.)** : Mais vous, lorsque vous devez faire de l'analyse objective pour vos clients, sur des questions de gouvernance, vous méfiez-vous de ce genre d'information promotionnelle... ? Vous vous dites alors : nous devons aller voir au-delà, parce que là, c'est du marketing...

**(B. T.)** : C'est évident que nous, nous allons au-delà de ce type d'information. Je vais vous donner un exemple : la société en Belgique qui avait la meilleure cote de toutes les agences de *proxy* en matière de gouvernance était Fortis...

**(J.-C. D.)** : On pourrait aussi citer Enron, qui avait été primée pour sa gouvernance un peu avant sa chute...

**(B. T.)** : Et la raison pour laquelle Fortis était si bien placée, résidait dans la composition de son conseil d'administration, diversifié du point de vue du genre, de l'ouverture internationale, de l'expérience des administrateurs, etc. Le problème était simplement qu'aucune de ces personnes ne comprenait ce que la banque faisait réellement ! Tout ce qui est exposition sur produits dérivés, produits structurés, n'était pas compris par le conseil.

**(J.-C. D.)** : C'est un excellent exemple du décalage qui peut exister entre des déclarations formelles de gouvernance et la réalité des pratiques qui existent derrière. Il serait alors dangereux de s'en tenir à ce genre d'informations, et il nous a semblé que pourtant, beaucoup d'acteurs sur les marchés s'en tenaient à ce genre d'informations.

**(B. T.)** : Tant que le dialogue ne s'organise pas avec les représentants des sociétés, en dehors du moment court et formel du vote à l'assemblée générale, effectivement, il faut accepter de ne pas avoir une bonne maîtrise des choses, une vue complète et pertinente de la gestion de la société.

**(J.-C. D.)** : Alors finalement, ce genre d'information ne sert-il pas davantage à nourrir une sorte de confiance régulière envers la société, dans la mesure où cette confiance ne se bâtit pas sur des connaissances acquises à force de rencontres et de discussions avec la société ?

**(B. T.)** : C'est un peu exagéré tout de même. Lorsque *Deminor* a débuté, nous allions dans certaines assemblées générales, avec pour point inscrit à l'ordre du jour : nomination des administrateurs, mais nous n'avions même pas parfois d'information sur les candidats ! Mais maintenant, nous sommes passés à une autre époque, où l'on n'imaginerait pas un manque de transparence sur ce type de question. Mais c'est vrai que nous sommes peut-être arrivés à un autre extrême aujourd'hui : les rapports sont tellement longs, les informations tellement abondantes, qu'on en oublie peut-être l'essentiel. Et l'essentiel, c'est le débat, débat toujours actuellement largement absent des assemblées générales annuelles, et que beaucoup d'investisseurs ne prennent pas la peine de nouer en amont.

#### Analyse des éléments les plus significatifs :

Les propos tenus par les représentants de l'entreprise *Deminor* permettent de comprendre de quelle manière l'information relative à la gouvernance peut éventuellement intégrer des débats judiciaires. L'hypothèse d'une tromperie directe des investisseurs par ces informations n'est pas très évidente ; en revanche, fréquemment, des « problèmes de gouvernance » émergeront incidemment de la découverte d'autres informations ayant pu directement impacter les investisseurs, à l'image d'informations comptables ou financières fallacieuses. Un manque de transparence dans ces derniers domaines révèle des problèmes de gouvernance, lesquels sont toutefois le plus souvent invisibles dans la communication de la société. L'optimisme de celle-ci en matière de gouvernance peut s'expliquer à la fois par le cloisonnement des services en charge de la rédaction des rapports dans l'entreprise (« Les personnes qui rédigent les rapports de gouvernance et les déclarations de conformité aux recommandations ne sont pas de toute façon dans ces structures de gouvernance, conseils ou comités »), et par la dimension de « promotion et de communication marketing » qu'intègre aujourd'hui, « bien sûr », ce type de communication. Pour éviter les risques de décalage entre la réalité et les pratiques de gouvernance énoncées, les représentants de *Deminor* prônent la solution du dialogue entre les investisseurs et les entreprises, au-delà de la communication unilatérale périodique de la société (« Tant que le dialogue ne s'organise pas avec les représentants des sociétés, en dehors du moment court et formel du vote à l'assemblée générale, effectivement, il faut accepter de ne pas avoir une bonne maîtrise des choses, une vue complète et pertinente de la gestion de la société »). Ceci étant, nos interlocuteurs se félicitent tout de même des apports incontestables que les obligations d'information sur la gouvernance ont pu apporter au fil du temps, concernant des sujets spécifiques tels que l'identité ou l'expérience des administrateurs.

## E/ Entretien avec le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (HCGE)

# HCGE

Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise

Le HCGE est une émanation de l'AFEP-MEDEF, chargé de suivre la mise en œuvre des recommandations du code du même nom, et notamment la mise en œuvre du *comply or explain*. Il a été défini par son président, lors de sa création, comme un "éducateur", et non comme un "gendarme".

La mission du HCGE est triple :

- Répondre aux sociétés qui le sollicitent concernant la mise en œuvre et l'interprétation des dispositions du code ;
- S'autosaisir pour ce qui est des recommandations qui n'auraient pas été mises en œuvre ou mal mises en œuvre alors que cette carence ne serait pas accompagnée d'explications ou d'explications suffisantes ;
- Produire des propositions à l'AFEP-MEDEF pour des mises à jour du code.

Le HCGE réalise trois types d'actions spécifiques :

- Les discussions de gré à gré avec les émetteurs ;
- Le rapport annuel du HCGE, qui comprend le rapport d'activité de cette instance ainsi qu'un bilan statistique de l'application du code pour l'année écoulée ("Rapport annuel sur l'application du code") ;
- Le guide d'application du code.

### Restitution d'entretien

#### Haut Comité de Gouvernement d'entreprise (HCGE)

Mardi 4 avril 2017, 10h00 – 12h00

Locaux du MEDEF, Paris

Une personne présente pour le HCGE :

**M. Pascal Durand-Barthez (P. D.-B.)** : secrétaire général du HCGE

Deux personnes présentes pour le projet :

**Jean-Christophe Duhamel (J.-C. D.)** : IGR, Lille 2

**Ammar Sharkatli (A. S.)** : Docteur en droit, Lille 2, professeur associé à l'EDHEC

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

#### **[Extraits]**

**(A. S.)** : Finalement, le fait que le code AFEP-MEDEF cohabite avec le code MiddleNext, permet à certaines sociétés d'échapper au premier en se rattachant au second, et cela limite le rôle du Haut Comité vis-à-vis de ces sociétés. Qu'en pensez-vous ?

**(P. D.-B.)** : Il ne s'agit pas pour les sociétés "d'échapper" à telle ou telle contrainte néfaste. Le principe de la *soft law* est assez élémentaire. Les dispositions de la *soft law* correspondent à un consensus mondial aujourd'hui, sur les règles de bonne gouvernance. On considère que les sociétés sont mieux gouvernées si elles ont des administrateurs indépendants, et si un conseil d'administration a des comités, etc. Donc l'investisseur ou le "financeur", terme qui commence à se répandre aujourd'hui, lequel est à l'extérieur de la société et donc ne la connaît pas, se dit simplement que si la société est conforme à ces règles qui, à tort ou à raison, correspondent à un consensus sur la bonne gouvernance, va accepter de placer son argent sur cette entreprise.

**(J.-C. D.) :** Donc, la gouvernance, c'est vraiment la confiance. Susciter, générer la confiance.

**(P. D.-B.) :** Effectivement, je suscite la confiance des investisseurs sur mon mode de gouvernance.

**(J.-C. D.) :** Donc, cela, c'est un élément fondamental selon vous.

**(P. D.-B.) :** Eh bien, vous en voyez d'autres ?

**(J.-C. D.) :** Mais on pourrait tout à fait imaginer confronter au concept de confiance celui de connaissance. La gouvernance générerait davantage de confiance que de connaissance en réalité.

**(P. D.-B.) :** La bonne gouvernance génère la confiance. Les sociétés qui ne se conforment pas à un code de gouvernement d'entreprise, et c'est tant pis pour elles, ne bénéficient pas de cet élément qui, à tort ou à raison, donne à l'extérieur, c'est-à-dire à l'ensemble des parties prenantes et au premier chef aux investisseurs, la confiance dans la façon dont elles sont gouvernées.

**(J.-C. D.) :** Pourquoi dites-vous "à tort ou à raison" ?

**(P. D.-B.) :** Eh bien parce que jusqu'ici les économistes n'ont pas montré de corrélation nette et définitive entre certaines règles de gouvernance comme la présence d'administrateurs indépendants et la performance de la société, c'est d'ailleurs la raison pour laquelle je voudrais revenir sur ce que vous disiez tout à l'heure. Si on commence à faire des audits sur la gouvernance, on introduit de la rigidité dans une matière qui par définition est souple. Une bonne gouvernance est celle qui aboutit à ce que la société fonctionne bien, pour l'ensemble de ses parties prenantes. Plus on réglemente, plus on arrive au système de *box-ticking*.

**(J.-C. D.) :** Aux termes de vos propos, ressort tout de même quelque chose de fondamental : on a vraiment l'impression qu'avec la gouvernance et l'information en matière de gouvernance on se situe sur de la communication.

**(P. D.-B.) :** Il y a la communication sur la gouvernance. Mais la gouvernance ce n'est pas la communication.

**(J.-C. D.) :** Mais aux termes de ce que vous dites, on est tout de même dans l'hypothèse où la société va appliquer les préceptes du code parce qu'elle souhaite montrer *ubi et orbi* qu'elle s'y rattache et s'y conforme, de sorte à générer de la confiance. On se situe tout de même assez sur des mécanismes de communication, plus que d'information.

**(P. D.-B.) :** La gouvernance, c'est le système par lequel les entreprises sont dirigées, et la répartition du pouvoir, reportez-vous par exemple au rôle du conseil d'administration : définition des orientations stratégiques de la société, contrôle de leur mise en œuvre. C'est cela la gouvernance.

[...]

**(J.-C. D.) :** Beaucoup de choses ont donc déjà été dites, ce qui rendra notre deuxième volet de questions un peu plus bref. Première question donc s'agissant de votre perception globale du *comply or explain*, au-delà du rôle qu'assume le HCGE en la matière : le *comply or explain* est-il un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise ?

**(P. D.-B.) :** Entre autres. Un certain nombre de règles de déontologie qui figurent dans le code AFEP-MEDEF contribuent à la promotion des valeurs éthiques de l'entreprise. Ce n'est pas son seul objectif, puisque l'objectif principal est de donner aux parties prenantes une certaine assurance que la gouvernance de la société est optimale, ou à tout le moins se rapproche d'un modèle optimal, dans la mesure où il est maintenant reconnu qu'un comportement éthique est favorable à la performance durable de l'entreprise. Les deux choses vont ensemble, et désolé si j'enfonce un peu une porte ouverte.

**(J.-C. D.) :** Non non, ce n'est pas le cas, car on aurait pu imaginer une autre réponse, du type : il s'agit d'un outil neutre de transmission d'informations objectives, avec lequel les entreprises sont libres de se positionner sans arrière-pensée ou stratégie de mise en avant de leurs pratiques de gouvernance.

Analyse des éléments les plus significatifs :

Le représentant du HCGE estime que l'information en matière de gouvernance d'entreprise joue le rôle prédominant d'instigatrice de confiance auprès des investisseurs. Pour autant, il reconnaît qu'il est difficile d'établir un lien ferme et définitif entre les recommandations figurant dans les codes, du reste largement uniformisées à l'échelle des pays de l'OCDE, et les performances de l'entreprise. Dès lors, l'hypothèse d'une information sur la gouvernance d'essence promotionnelle et marketing pourrait être posée. A la question de savoir si, selon notre interlocuteur, ladite information ne serait pas réductible à un simple exercice de communication, la réponse apportée est subtile : « Il y a la communication sur la gouvernance. Mais la gouvernance ce n'est pas de la communication ». Le représentant du HCGE est alors amené à préciser sa pensée, en jugeant que le *comply or explain* « contribue à la promotion des valeurs éthiques de l'entreprise », mais que là « n'est pas son seul objectif » ; il consiste également à fournir certaines assurances que la gestion de la société se rapproche d'un modèle optimal, « favorable à la performance durable de l'entreprise ».



## F/ Entretien avec L'Institut Français des Administrateurs (IFA)



L'IFA est une association professionnelle se proposant d'informer et de former les administrateurs sur l'exercice de leurs fonctions et sur l'évolution de leur environnement. Elle est l'association de référence en France consacrée à cette tâche.

L'IFA a produit un guide pratique de mise en œuvre du *comply or explain* en 2013, dans lequel sont assignés aux administrateurs des devoirs à l'égard de ce mécanisme, à savoir :

### Comply or Explain : SYNTHÈSE DES RECOMMANDATIONS DE L'IFA

Les sociétés françaises immatriculées en France et dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé doivent se référer à un code de gouvernement d'entreprise et confronter leurs pratiques de gouvernance à ce code.

Intégrant le fait que :

- les conseils d'administration ont une fonction d'architecte de la gouvernance ;
- le point de départ est le code de gouvernance qui doit être approprié à chaque entreprise en fonction de ses objectifs ;
- le degré de conformité à ce code doit être soigneusement mesuré et tout écart clairement expliqué et justifié auprès des actionnaires ;

il est recommandé aux administrateurs de ces sociétés de :

- 1** S'assurer de la désignation effective du code de gouvernance auquel leur société se réfère.
- 2** Vérifier que l'un des comités du conseil a pu examiner attentivement la conformité des pratiques de gouvernance de la société au code de référence et apprécier les explications données en cas de non application de certaines dispositions dans le projet de rapport qui comprend la Déclaration de conformité au Code de gouvernement d'entreprise.
- 3** Demander la communication, préalablement à la réunion du conseil d'administration et en temps utile, du projet de rapport pour relecture par l'ensemble des administrateurs.
- 4** S'assurer de la lisibilité, de la fiabilité et du caractère complet des informations de la Déclaration de conformité au Code de gouvernement d'entreprise figurant dans le rapport.
- 5** Vérifier que la non-application d'une recommandation est formellement signalée et expliquée et que les dispositions mises en place ne s'écartent pas des objectifs visés par celles qui ont été écartées.
- 6** Apprécier les explications fournies. S'assurer de la pertinence, de la précision, de la clarté des explications fournies au regard des spécificités de l'entreprise, de la réalité de ses pratiques, de la finalité du code et de la nécessaire transparence.
- 7** Se faire communiquer, le cas échéant, l'appréciation de l'AMF sur la Déclaration de conformité au Code de gouvernement d'entreprise.
- 8** Demander la modification, le cas échéant, de l'appréciation de l'AMF sur la Déclaration de conformité au code de gouvernement d'entreprise voire les questions posées qui pourraient la concerner.

**Restitution d'entretien**  
**Institut Français des Administrateurs (IFA)**

Mercredi 11 mai 2017, 14h00 – 15h00

Locaux de l'IFA, Paris, 8<sup>ème</sup>

Une personne présente pour l'IFA :

**M. Antoine Metzger (A. M.)** : Délégué Général

Deux personnes présentes pour le projet :

**Jean-Christophe Duhamel (J.-C. D.)** : IGR, Lille 2

**M. Ammar Sharkatli (A. S.)** : Docteur en droit, Lille 2, professeur associé à l'EDHEC

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

**[extrait]**

**(J.-C. D.)** : Au terme de nos entretiens successifs ressort finalement l'idée que l'information en matière de gouvernance est typiquement une question de maintien de la confiance chez les investisseurs. Est-ce là le rôle principal des déclarations de conformité selon vous ? On peut formuler autrement la question : l'objectif du *comply or explain* est-il plutôt d'apporter de la connaissance sur l'entreprise ou de générer de la confiance envers l'entreprise ? Conceptuellement, la distinction entre connaissance et confiance vous semble-t-elle pertinente ?

**(A. M.)** : La *soft law* a conduit l'entreprise à mettre en œuvre une transparence qui n'existait pas auparavant. La confiance est un degré supplémentaire de la connaissance. Fort des connaissances qu'il a sur l'entreprise, l'investisseur acquiert la confiance.

**(J.-C. D.)** : Ne pensez-vous pas que parfois, l'investisseur pourrait avoir le sentiment d'être pris dans un mouvement de communication marketing avec toute cette information relative à la gouvernance ?

**(A. M.)** : Non, parce que la gouvernance ce n'est pas de la communication, ce sont des faits. C'est une description de faits et de fonctionnements. Il n'y a pas d'effet de séduction vis-à-vis des investisseurs, équivalant à celui qui pourrait exister dans le marketing par exemple, ou même en matière de stratégie sur laquelle il s'agirait de convaincre les investisseurs. Le conseil a une responsabilité qui corrèle une de ses missions, celle de la transparence et de la qualité des informations livrées au marché ; la conformité au code permet de comprendre comment il accomplit entre autres cette mission. La conformité à un code est une condition nécessaire au fonctionnement efficace du conseil, mais n'est pas une condition suffisante.

**Analyse des éléments les plus significatifs :**

Le représentant de l'IFA soutient un point de vue catégorique quant à l'éventuel objectif marketing que pourraient entretenir les informations de la société en matière de gouvernance d'entreprise ; la gouvernance est ramenée uniquement à un processus objectif qu'il convient de relater dans la communication sociétariaire, notre interlocuteur estimant de manière péremptoire : « C'est une description de faits et de fonctionnements. Il n'y a pas d'effet de séduction vis-à-vis des investisseurs, équivalant à celui qui pourrait exister dans le marketing par exemple, ou même en matière de stratégie sur laquelle il s'agirait de convaincre les investisseurs ».



*Labrador* est une entreprise de communication dans le domaine de l'information réglementée. Elle assume sa vocation de partenaire des entreprises cotées pour les aider à améliorer la qualité de l'information qu'elles délivrent au public, et au premier chef aux investisseurs. Elle articule son activité autour de quatre piliers constitutifs d'une transparence optimisée : accessibilité, précision, comparabilité, et disponibilité de l'information. Mais au terme de la lecture de son site internet, on constate que *Labrador* est bien plus que cela, et qu'elle propose à ses clients une véritable stratégie de communication notamment en matière de gouvernance. *Labrador* est dans une position de *leadership* en France ; son activité s'étend aussi à l'échelle internationale, et en particulier aux USA.

**Restitution d'entretien  
Labrador**

Vendredi 14 avril 2017, 16h00 – 17h00

Locaux de Labrador, Paris

Deux personnes présentes pour Labrador :

**M. Laurent Rouyrès (L. R.)** : Président - Labrador

**Mme Eva Bastide Leroy (E. B. L.)** : Secrétaire générale groupe - Labrador

Deux personnes présentes pour le projet :

**M. Jean-Christophe Duhamel (J.-C. D.)** : IGR, Lille 2

**Martin Kruczkowski (M. K.)** : Master 2, Lille 2

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

**[Extraits]**

**(J.-C. D.)** : Pensez-vous que le *comply or explain* est un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise ? Cette question fait un peu écho à une réflexion que nous avons glanée auprès du HCGE, dont le secrétaire général nous a dit : "Il y a la communication sur la gouvernance. Mais la gouvernance ce n'est pas de la communication". Que vous inspire cette phrase ?

**(L. R.)** : Je pense que les deux sont vraies : il y a de la communication sur la gouvernance, et la gouvernance est aussi de la communication. On communique sur sa gouvernance. Par exemple, je peux vous citer un cas qui nous a valu un *Governance Award* aux Etats-Unis ; les compétences du *board* étaient affichées sur les CV de manière très détaillée. Ce qui nous a intéressé, c'est de faire une cartographie et de lier cette cartographie à la stratégie, c'est-à-dire d'expliquer sur un tableau les vraies forces et faiblesses des compétences à l'aune de la stratégie revendiquée par l'entreprise. Pour des investisseurs, cette approche est passionnante. Airbus l'a fait cette année parce qu'on leur a proposé, et cela va monter en puissance en France, parce que c'est extrêmement pratique. C'est de la communication, en tout cas c'est comme cela que nous percevons la communication : réorganiser de l'information présente pour que la personne qui la lit y voit tout de suite son intérêt par rapport à ses attentes.

**(E. B. L.)** : Et ce qui importe ce n'est pas vraiment ce qui est dit ou ce qui est fait, mais ce qui est compris par le lecteur au final.

**(L. R.)** : Nous travaillons vraiment beaucoup sur l'économie comportementale, avec BVA et Eric Singler qui est le gourou du *nudge*, et sur la façon dont fonctionne le cerveau par rapport à une information. Le reste, cela ne sert à rien. Nous sommes des spécialistes de la clarté. Jamais en 20 ans un seul de nos

clients ne nous a demandé une fois plus d'opacité. Il faut savoir comment on écrit une information que les gens vont apprécier. Et on ne manipule pas pour autant l'information. On essaie de la rendre appréciable, c'est-à-dire de créer de l'émotion chez le lecteur. Cela peut paraître paradoxal, mais nous sommes vraiment éthiques sur le sujet pour autant.

Analyse des éléments les plus significatifs :

Les représentants de Labrador considèrent que la gouvernance procède à la fois d'un objet de communication et d'une démarche de communication. Si donc « on communique sur sa gouvernance », le tout est de déterminer la finalité de cet exercice. L'expérience et l'expertise de Labrador en la matière aide à comprendre les objectifs d'une communication de l'entreprise sur sa gouvernance : « réorganiser de l'information présente pour que la personne qui la lit y voit tout de suite son intérêt par rapport à ses attentes », et « rendre appréciable l'information, c'est-à-dire créer de l'émotion chez le lecteur ».



## Conclusion du chapitre 1 :

Au terme de la démarche qualitative mise en œuvre dans la présente recherche, une majorité de répondants au questionnaire estiment que les déclarations de gouvernance composent avec des facteurs d'influence, lesquels vont des performances jusqu'au dehors réputationnel de la société, en passant éventuellement par sa structure de capital. L'hypothèse générale d'une dépendance des déclarations de gouvernance vis-à-vis des caractéristiques conjoncturelles et structurelles de la société y trouve une certaine robustesse. Les entretiens semi-directifs menés lors de cette phase qualitative ont quant à eux davantage insisté sur l'éventuelle utilisation de la déclaration de conformité à des fins de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise. Les propos échangés à cette occasion témoignent d'appréciations différentes en fonction de la qualité des interlocuteurs. Le représentant d'une association d'actionnaires individuels, l'Association Nationale des Actionnaires Français, se montre dubitatif quant aux fonctions informatives des déclarations de gouvernance, qu'il n'hésite pas à associer à une démarche de communication de l'entreprise. A des degrés d'intensité différents, l'Autorité des Marchés Financiers, et un prestataire de conseil et de service auprès des actionnaires, Déminor, reconnaissent à l'information relative à la gouvernance d'entreprise un aspect, parmi d'autres, de communication promotionnelle et marketing, tandis que le représentant du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise a pu également juger que cette information contribue à promouvoir les valeurs éthiques de l'entreprise dans l'optique d'instiguer la confiance, en particulier chez les investisseurs. Les représentants d'un prestataire en communication spécialisé en information réglementée, Labrador, emboîtent le pas de cette perception, dès lors qu'ils assument très naturellement, parmi les objectifs de l'information sociétaire en général, et de l'information sur la gouvernance en particulier, celui de créer de « l'émotion » chez le lecteur. L'Association Nationale des Sociétés par Actions, de même que l'Institut Français des Administrateurs, apparaissent les plus rétifs à l'idée d'une instrumentation des déclarations de gouvernance aux fins de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise.

Au total, même s'ils doivent s'interpréter avec les réserves d'usage en matière d'enquête qualitative, il aura semblé que les résultats majoritaires du questionnaire et des entretiens permettent d'asseoir avec davantage de force l'hypothèse d'une gouvernance instrumentale et contingente, hypothèse qui peut dorénavant être soumise à une démarche économétrique.



## Chapitre 2 : La validité de l'hypothèse testée par une démarche économétrique

L'objectif de la démarche économétrique consiste à isoler des corrélations entre différentes variables indépendantes des entreprises, de type économique et structurel, et des variables de gouvernance, telles qu'elles sont énoncées par les codes de bonne conduite. Fondée sur un modèle de régression logistique, cette phase économétrique aboutira, le cas échéant, à identifier des relations statistiques fortement significatives, susceptibles à ce titre d'être interprétées comme des relations de cause à effet. L'originalité de la présente recherche tient au statut de variables expliquées attaché aux recommandations de gouvernance figurant dans les codes, là où, le plus généralement, comme il le fut décrit dans la première partie, elles servent de variables explicatives à la performance des entreprises.

Ce stade du projet n'a pu être mené que par la constitution préalable d'une base de données retraçant la conformité ou la non-conformité des sociétés du panel aux codes de gouvernance s'appliquant à elles. A cette occasion, il était donc impératif, avant toute chose, de sélectionner les recommandations figurant dans ces divers codes, puis les sociétés concernées. Une fois ces étapes accomplies, un long travail de dépouillement pouvait débuter, qui devait autoriser un retour d'expérience sur la mise en œuvre à large échelle du *comply or explain*, et permettre l'élaboration de statistiques descriptives inédites présentant les taux de conformité des sociétés relevant du panel. Cette mise en place de la phase économétrique (I), longue et astreignante, était un préalable incontournable qui a permis d'alimenter en données le modèle de régression (II), seule méthode permettant d'identifier d'éventuelles corrélations significatives entre des variables de performance et de structure et les déclarations de gouvernance. Tant l'élaboration de ce modèle de régression que les résultats auxquels il a abouti seront présentés dans les ultimes développements de ce rapport.



## ***I : Mise en place de la phase économétrique***

### **A/ Sélection des variables dépendantes (ou expliquées) et détermination des champs de l'étude**

Dans la mesure où l'objectif de cette démarche économétrique est d'apprécier l'influence éventuelle des caractéristiques structurelles ou conjoncturelles de l'entreprise sur les déclarations de gouvernance de cette dernière, ces déclarations reçoivent le statut de variables dépendantes, encore dénommées variables expliquées, tandis que lesdites caractéristiques reçoivent les statuts de variables indépendantes, autrement dénommées variables explicatives.

Le point de départ de la démarche économétrique a bien évidemment consisté à déterminer ce qui devait être testé, c'est-à-dire les variables de gouvernance qui devaient être soumises à un calcul de régression. Cette détermination devait conditionner toute la démarche de collecte de données. Or, comme il le fut expliqué dans la première partie du présent rapport, le *comply or explain* est une technique effective uniquement lorsqu'elle s'appuie sur des recommandations au contenu suffisamment objectif. Seul ce type de recommandation peut en effet offrir une occurrence de non-conformité, à la différence des recommandations idiosyncrasiques qualifiées par nos soins d'"éthico-subjectives", tributaires de l'interprétation du déclarant. Il importait donc grandement, au stade des préparatifs du dépouillement des déclarations de gouvernance, d'isoler parmi les recommandations celles pour lesquelles une probabilité de non-conformité apparaissait suffisante, rendant par là même possible de tester l'influence de variables indépendantes sur elles. En revanche, il fallait écarter les recommandations dont la nature les empêchait d'être soumises à l'alternative conforme / non-conforme, aucune influence de variables indépendantes ne pouvant expliquer le comportement déclaratif de la société à leur égard. L'illustration de cette situation semble judicieuse :

Recommandation non testable, considérant la nature « éthico-subjective » du principe exposé et le caractère non-opératoire du *comply or explain* à son égard :

#### **Point 4.2. Code AFEP-MEDEF**

*« Le conseil veille à ce que les actionnaires et les investisseurs reçoivent une information pertinente, équilibrée et pédagogique sur la stratégie, le modèle de développement, la prise en compte des enjeux extra-financiers significatifs pour la société ainsi que sur ses perspectives à long terme ».*

Recommandation testable, considérant la nature du principe exposé et le caractère opératoire du *comply or explain* à son égard :

#### **Point 15.1 Code AFEP-MEDEF**

*« La part des administrateurs indépendants dans le comité d'audit, doit être au moins de deux tiers et le comité ne doit comprendre aucun dirigeant mandataire social exécutif ».*

La sélection des recommandations testables s'est opérée selon une double technique : une première lecture des codes de gouvernance a permis de sélectionner les recommandations que nous avons estimées suffisamment objectives. Ensuite, des sondages ont été effectués dans un panel aléatoire de déclarations de gouvernance de sorte à apprécier la récurrence des recommandations auxquelles les sociétés indiquaient ne pas être conformes ; l'objectif de cette seconde étape fut de comparer les recommandations retenues en première intention avec les résultats de ces sondages, de telle sorte à minimiser le risque « d'oubli » de variables dépendantes pertinentes.

Cette sélection des recommandations de gouvernance est intervenue dans le champ temporel, géographique et sociétaire de notre recherche, lesquels furent dès le départ ambitieux :

- **Champ temporel :**  
La période de référence de notre étude intègre les déclarations de gouvernance émises pour cinq exercices consécutifs, soit les exercices 2011 à 2015 ; le décalage entre la publication des déclarations des sociétés et l'exercice au titre duquel ces informations sont délivrées a amené à analyser les documents de référence et rapports annuels édités de 2012 à 2016.
- **Champ géographique :**  
Trois pays ont été retenus, représentant à la fois trois traditions capitalistiques distinctes et trois économies principales en Europe : la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni. Ont donc été analysées les recommandations figurant dans le *Code AFEP-MEDEF* pour la France, dans le *UK Corporate Governance Code* pour le Royaume-Uni, et dans le *Deutscher Corporate Governance Kodex* pour l'Allemagne. La période de référence de l'étude a vu intervenir dans chaque pays des réformes des codes de gouvernance d'entreprise : de nouvelles variables de gouvernance ont pu apparaître, tandis que d'autres ont pu être complétées ou amendées ; ces évolutions ont été prises en compte dans la collecte de données.
- **Champ sociétaire :**  
Ont été retenues les sociétés figurant sur les principaux indices boursiers des pays concernés par l'étude, à savoir le SBF 120 pour la France, le DAX 30 et le MDAX 50 pour l'Allemagne, et le FTSE 100 pour le Royaume-Uni. La composition de ces indices évoluant avec le temps, il a été décidé de figer les listes des sociétés déclarantes à une date fixe, correspondant au début des collectes de données pour chaque pays, soit les 23 novembre 2015 pour la France, 15 février 2016 pour le Royaume-Uni, et 4 juillet 2016 pour l'Allemagne. Ainsi, pour toute la période de référence, n'auront été étudiées que les sociétés figurant sur l'indice aux dates précitées.

Au total, si l'on gomme les cas de carence pour les sociétés ayant fait leur apparition ou ayant disparu des indices au cours de la période de référence, ainsi que les cas de sociétés n'étant pas soumises aux codes de gouvernance français, allemand ou britannique (essentiellement en raison d'un siège social localisé dans un pays différent du pays de cotation), ce sont 1500 déclarations de gouvernance qui auront été dépouillées par les six membres de l'équipe ayant participé à l'étude.

Voici la liste des sociétés concernées, pour les trois pays :

<b>Sociétés du SBF 120 au 23 novembre 2015</b>	<b>Sociétés du FTSE 100 au 15 février 2016<sup>a</sup></b>	<b>Sociétés du DAX 30 et MDAX 50 au 4 juillet 2016</b>
ACCOR	3I GROUP	AAREAL BANK AG
ADOCIA	ABERDEEN ASSET MANAGEMENT	ADIDAS AG
ADP	ADMIRAL GROUP	AIRBUS GROUP (EX EADS) SE
AIR FRANCE -KLM	ANGLO AMERICAN	ALLIANZ SE
AIR LIQUIDE	ANTOFAGASTA	ALSTRIA OFFICE REIT-AG
AIRBUS GROUP	ARM HOLDINGS	AURUBIS AG
ALCATEL-LUCENT	ASHTEAD GROUP	AXEL SPRINGER AG
ALSTOM	ASSOCIATED BRITISH FOODS	BASF SE
ALTEN	ASTRAZENECA	BAYER AG
ALTRAN TECHN.	AVIVA	BEIERSDORF AG
APERAM	BABCOCK INTERNATIONAL GROUP	BILFINGER SE AG
ARCELORMITTAL	BAE SYSTEMS	BMW AG
ARKEMA	BARCLAYS	BRENNTAG AG

ATOS	BARRATT DEVELOPMENTS	COMMERZBANK AG
AXA	BERKELEY GROUP HOLDINGS (THE)	CONTINENTAL AG
BIC	BHP BILLITON	COVESTRO AG
BIOMERIEUX	BP	CTS EVENTIM KGAA
BNP PARIBAS ACT.A	BRITISH AMERICAN TOBACCO	DAIMLER AG
BOLLORE	BRITISH LAND COMPANY	DEUTSCHE BANK AG
BOUYGUES	BT GROUP	DEUTSCHE BOERSE AG
BUREAU VERITAS	BUNZL	DEUTSCHE EUROSHOP AG
CAP GEMINI	BURBERRY GROUP	DEUTSCHE PFANDBRIEFBANK AG
CARREFOUR	CAPITA	DEUTSCHE POST AG
CASINO GUICHARD	CARNIVAL	DEUTSCHE TELEKOM AG
CGG	CENTRICA	DEUTSCHE WOHNEN AG
CNP ASSURANCES	COCA-COLA HBC AG (CDI)	DMG MORI AG
COFACE	COMPASS GROUP	DÜRR AG
CREDIT AGRICOLE	CRH	E.ON SE
DANONE	DCC	EVONIK INDUSTRIES AG
DASSAULT SYSTEMES	DIAGEO	FIELMANN AG
DBV TECHNOLOGIES	DIRECT LINE INSURANCE GROUP	FRAPORT AG
EDENRED	DIXONS CARPHONE	FRESENIUS MEDICAL CARE AG & CO. KGAA
EDF	EASYJET	FRESENIUS SE & CO. KGAA
EIFFAGE	EXPERIAN	FUCHS PETROLUB AG
ELIOR	FRESNILLO	GEA GROUP AG
ELIS	GKN	GERRESHEIMER AG
ENGIE	GLAXOSMITHKLINE	HANNOVER RUECK AG
ESSILOR INTL.	GLENCORE	HEIDELBERGCEMENT AG
EULER HERMES GROUP	HAMMERSON	HELLA KGAA HUECK & CO.
EURAZEO	HARGREAVES LANSDOWN	HENKEL AG & CO. KGAA
EUROFINS SCIENT.	HIKMA PHARMACEUTICALS	HOCHTIEF AG
EURONEXT	HSBC HOLDINGS	HUGO BOSS AG
EUTELSAT COMMUNIC.	IMPERIAL BRANDS	INFINEON TECH AG
FAURECIA	INMARSAT	JUNGHEINRICH AG
FONC.DES REGIONS	INTERCONTINENTAL HOTELS GROUP	K+S AG
GECINA NOM.	INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLI..	KION GROUP AG
GEMALTO	INTERTEK GROUP	KRONES AG
GENFIT	INTU PROPERTIES	LANXESS AG
GROUPE EUROTUNNEL	ITV	LEG IMMOBILIEN AG
GTT	JOHNSON MATTHEY	LEONI AG
HAVAS	KINGFISHER	LINDE AG
HERMES INTL	LAND SECURITIES GROUP	LUFTHANSA AG
ICADE	LEGAL & GENERAL GROUP	MERCK KGAA
ILIAD	LLOYDS BANKING GROUP	METRO AG
IMERYS	LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	MTU AERO ENGINES AG
INGENICO GROUP	MARKS & SPENCER GROUP	MUNICH RE AG
INNATE PHARMA	MERLIN ENTERTAINMENTS	NORMA GROUP AG
IPSEN	MONDI	OSRAM LICHT AG
IPSOS	NATIONAL GRID	PROSIEBENSAT.1 MEDIA SE

JC DECAUX SA.	NEXT	RATIONAL AG
KERING	OLD MUTUAL	RHEINMETALL AG
KLEPIERRE	PEARSON	RHÖN-KLINIKUM AG
KORIAN	PERSIMMON	RTL GROUP S.A.
L'OREAL	PROVIDENT FINANCIAL	RWE AG
LAFARGEHOLCIM LTD	PRUDENTIAL	SALZGITTER AG
LAGARDERE S.C.A.	RANDGOLD RESOURCES LTD.	SAP SE
LEGRAND	RECKITT BENCKISER GROUP	SCHAEFFLER AG
LVMH	RELX PLC	SIEMENS AG
MAUREL ET PROM	REXAM	STADA ARZNEIMITTEL AG
MERCIALYS	RIO TINTO	STEINHOFF INTERNATIONAL N.V.
METROPOLE TV	ROLLS-ROYCE HOLDINGS	STRÖER KGAA
MICHELIN	ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP	SÜDZUCKER AG
MONTUPET	ROYAL DUTCH SHELL 'A'	SYMRISE AG
NATIXIS	ROYAL DUTCH SHELL 'B'	TAG IMMOBILIEN AG
NEOPOST	ROYAL MAIL	TALANX AG
NEXANS	RSA INSURANCE GROUP	THYSSENKRUPP AG
NEXITY	SABMILLER	VOLKSWAGEN AG
NUMERICABLE-SFR	SAGE GROUP	VONOVIA SE (ANC. DEUTSCHE ANNINGTON IMMOBILIEN)
ORANGE	SAINSBURY (J)	WACKER CHEMIE AG
ORPEA	SCHRODERS	ZALANDO S.E.
PERNOD RICARD	SEVERN TRENT	
PEUGEOT	SHIRE PLC	
PLASTIC OMNIUM	SKY	
PUBLICIS GROUPE SA	SMITH & NEPHEW	
REMY COINTREAU	SMITHS GROUP	
RENAULT	SPORTS DIRECT INTERNATIONAL	
REXEL	SSE	
RUBIS	ST JAMES'S PLACE	
S.E.B.	STANDARD CHARTERED	
SAFRAN	STANDARD LIFE	
SAFT	TAYLOR WIMPEY	
SAINT GOBAIN	TESCO	
SANOFI	TRAVIS PERKINS	
SARTORIUS STED BIO	TUI AG REG SHS (DI)	
SCHNEIDER ELECTRIC	UNILEVER	
SCOR SE	UNITED UTILITIES GROUP	
SES	VODAFONE GROUP	
SOCIETE GENERALE	WHITBREAD	
SODEXO	WOLSELEY	
SOLOCAL GROUP	WORLDPAY GROUP (WI)	
SOLVAY	WPP	
SOPRA STERIA GROUP		
STMICROELECTRONICS		
SUEZ ENVIRONNEMENT		
TECHNICOLOR		

TECHNIP
TELEPERFORMANCE
TF1
THALES
TOTAL
UBISOFT ENTERTAIN
UNIBAIL-RODAMCO
VALEO
VALLOUREC
VEOLIA ENVIRON.
VICAT
VINCI
VIVENDI
WENDEL
ZODIAC AEROSPACE

*a : 100 sociétés composent l'indice FTSE 100, mais 101 valeurs y sont cotées, la société ROYAL DUTCH SHELL ayant fait admettre à la cotation deux catégories différentes d'actions.*

Ci-après figurent les outils de base ayant servi lors des opérations de dépouillement ; ils fournissent les items de gouvernance (variables dépendantes) sélectionnés et testés pour chaque pays, sur la période de référence. Ces *explanation sheets* ont dès le départ été édités en anglais, car nous avons entendu travailler à partir des recommandations en version originale anglaise fournies par les auteurs anglais et allemands ; par souci d'harmonisation, le document français a donc également été édité en version anglaise. Figurent dans ces documents les abréviations des variables testées, leur article ou numéro correspondant dans le code de gouvernance concerné, leur éventuelle date d'apparition (« *since XXX* »), et leur contenu. S'agissant des variables françaises, figurent en annexe 4 les passages *in extenso* du code AFEP-MEDEF correspondant aux recommandations testées ; pour les variables allemandes et britanniques, les *explanation sheets* ci-après nous ont semblé suffisamment détaillées pour qu'il ne soit nécessaire de les exposer en annexe.

Pour chaque pays, les bases de données ont été élaborées à partir de fichiers sous format Excel, lesquels reprenaient les items testés, auxquels furent attribués des valeurs binaires 1/0 pour conforme/non-conforme. Des catégories de justification en cas de non-conformité ont également été érigées : *0 = no justification ; 1 = justification by openly or implicitly opposing a code recommendation ; 2 = justification by indicating future conformity ; 3 = justification by individual circumstances of the company or equivalent practices ; 4 = other justification*. La conformité totale au code (« *full compliance* ») a été testée de manière préalable, selon l'alternative 1/0. Enfin, les critères d'indépendance de l'administrateur, figurant dans les codes français et anglais, mais pas dans le code allemand, ont bénéficié de leur propre nomenclature de valeur : *0 = company uses possibility to choose its own criteria to determine the quality of independence of its directors ; 1 = company uses code's criteria of independence*. Le type de justification employée en cas de non utilisation des critères d'indépendance figurant dans le code ont été notés comme suit : *0 = no explanation about the company own criteria ; 1 = director's experience, skills (or others formal characteristics...) are thought to be compatible with independence by the company ; 2 = other explanation*.

Les variables dépendantes françaises testées :

### Abbreviation and code explanation

(Code articles are quoted into brackets)

<b>Name of company</b>	Name of companies belonging to the SBF 120 index (updated November 23 <sup>rd</sup> 2015)	
<b>Ref Code</b>	1 = AFEP/MEDEF 2 = other code (ex. MiddleNext) 3 = foreign code 4 = no reference to a code	
<b>Decl comp</b>	0 = company indicated deviations from the code 1 = company declared full compliance	
<b>Ind crit</b> (art. 9.3, 9.4) (anc. art. 8.3, 8.4)	Several formal criteria are suggested in order to qualify a director as independent; but company remains free to choose its own criteria to do so.	
	<b>own crit</b>	0 = company uses possibility to choose its own criteria to determine the quality of independence of its directors 1 = company uses AFEP-MEDEF criteria of independence
	<b>type crit</b>	0 = no explanation about the company own criteria 1 = director's experience, skills (or others formal characteristics...) are thought to be compatible with independence by the company 2 = other explanation
<b>Comp ind board dir</b> (art. 9.2) (anc. art. 8.2)	Proportion of independent board directors (Board or supervisory board)	
	<b>compliant</b>	0 = company does not comply with code recommendation 1 = company complies with code recommendation
	<b>justification</b>	0 = no justification 1 = justification by openly or implicitly opposing a code recommendation 2 = justification by indicating future conformity 3 = justification by individual circumstances of the company or equivalent practices 4 = other justification
<b>Formal board eval</b> (art. 10.3) (anc. art. 9.3)	Formal procedure of board evaluation	
<b>Ann ind meet</b> (art. 10.4) (anc. art. 9.3)	At least one board meeting per year without executive directors	
<b>Length of term</b> (art. 14) (anc. art. 12)	Length of regular board member mandate	
<b>Individualized nom</b> (art. 14) (anc. art. 12)	Do shareholders appoint each board member individually or en-bloc during the general assembly?	
<b>Comp audit com</b> (art. 16.1) (anc. art. 14.1)	Regular composition of the audit committee	
<b>Funct audit com</b> (art. 16.2, 16.3) (anc. art. 14.2, 14.3)	Regular functions of audit committee	
<b>Exam per aud</b> (art. 16.2.1) (anc. art. 14.2.1)	Does the audit committee examine the accounts at least two days before the board meeting ?	
<b>Comp nom com</b> (art. 17.1) (anc. art. 15.1)	Regular composition of the nomination committee	
<b>Comp rem com</b> (art. 18.1, 18.2) (anc. art. 16.1, 16.2)	Regular composition of the remuneration committee	
<b>Empl contract</b> (art. 22) (anc. art. 19)	Prohibition of accumulative executive or chairman mandate and employment contract	
<b>Mand shar retent</b> (art. 23.2.1) (anc. art. 20.2.3)	Mandatory shares retention by executives or chairman	
<b>Cond so / per sh</b> (art. 23.2.4) (anc. art. 20.2.3)	Conditions of stock-option or performance share grants	
<b>Cond arriv pay</b> (art. 23.2.5)	"Golden hello" only if the new executive comes from a corporation outside the corporate group (since "2013 annual report")	
<b>Cond exit pay GP</b> (art. 23.2.5) (anc. art. 20.2.4)	Conditions of payments to executive directors upon termination (golden parachute)	
<b>Cond exit pay NC</b> (art. 23.2.5) (anc. art. 20.2.4)	Conditions of payments to executive directors upon termination (non-competition clauses)	
<b>Cond exit pay RP</b> (art. 23.2.6) (anc. art. 20.2.5)	Conditions of payments to executive directors upon termination (retirement pension)	
<b>SOP</b> (art. 24.3)	Implementation of the "Say on Pay" device (since "2013 annual report")	

Les variables dépendantes britanniques testées :

### UK corporate governance code - Abbreviation and code explanation

(code articles are quoted into brackets)

<b>Name of company</b>	Name of companies belonging to the FTSE 100 index (London Stock Exchange) (updated February 15 <sup>th</sup> 2016)
<b>Ref code</b>	1 = UK corporate governance code (formerly combined code) 2 = another code (basically, such a situation ought to be impossible)
<b>Decl comp</b>	0 = company indicated deviations from the code 1 = company declared full compliance
<b>Ind crit</b> (art. B.1.1.) (additionally : art. D.1.3. <i>in fine</i> )	Several formal criteria are suggested in order to qualify a director as independent; but company remains free to choose its own criteria to do so
<b>own crit</b>	0 = company uses possibility to choose its own criteria to determine the quality of independence of its directors 1 = company uses UK code criteria of independence
<b>type crit</b>	0 = no explanation about the company own criteria 1 = director's experience, skills (or others formal characteristics...) are thought to be compatible with independence by the company 2 = other explanation
<b>Comp ind board dir</b> (art. B.1.2)	At least half the board, excluding the chairman, should comprise non-executive directors determined by the board to be independent
<b>compliant</b>	0 = company does not comply with code recommendation 1 = company complies with code recommendation
<b>justification</b>	0 = no justification 1 = justification by openly or implicitly opposing a code recommendation 2 = justification by indicating future conformity 3 = justification by individual circumstances of the company or equivalent practices 4 = other justification
<b>CEO/Chair separation</b> (art. A.2.1.)	The roles of Chairman and Chief Executive Officer should not be exercised by the same individual
<b>CEO/Chair transition</b> (art. A.3.1.)	A chief executive should not go on to be chairman of the same company (and further requirements in case of non-compliance : major shareholders consultation and motivation explanations)
<b>Ind Chair</b> (art. A.3.1.)	The chairman should on appointment meet the independence criteria set out in B.1.1.
<b>Senior ind dir</b> (art. A.4.1.)	The board should appoint one of the independent non-executive directors to be the senior independent director
<b>Board meet without exe</b> (art. A.4.2.)	The chairman should hold meetings with the non-executive directors without executives present
<b>Non-exe ann meet without chair</b> (art. A.4.2.)	Led by the senior independent director, the non-executive directors should meet without the chairman present at least annually (in order to appraise the chairman's performance)
<b>Comp nom com</b> (art. B.2.1.)	A majority of members of the nomination committee should be independent non-executive directors
<b>Chair nom com</b> (art. B.2.1.)	The chairman or an independent non-executive director should chair the committee, but the chairman should not chair the nomination committee when it is dealing with the appointment of a successor to the chairmanship
<b>Non-exe dir appoint/term</b> (art. B.2.2. ; art. B.2.3.)	The nomination committee should prepare a description of the role and capabilities required for a particular appointment. Non-executive directors should be appointed for specified terms subject to re-election and to statutory provisions relating to the removal of a director. Any term beyond six years for a non-executive director should be subject to particularly rigorous review and should take into account the need for progressive refreshing of the board
<b>Appoint chair/non-exe ext consult or open ad</b> (art. B.2.4.)	An explanation should be given if neither an external search consultancy nor open advertising has been used in the appointment of a chairman or a non-executive director
<b>Exe dir accumul</b> (art. B.3.3.)	The board should not agree to a full time executive director taking on more than one non-executive directorship in a FTSE 100 company nor the chairmanship of such a company



<b>Formal board eval</b> (art. B.6.1. ; art. B.6.2. ; art. B.6.3.)	Annual disclosure concerning performance evaluation of the board, its committee and its individual directors. Evaluation of the board should be externally facilitated at least every three years. The non-executive directors, led by the senior independent director, should be responsible for performance evaluation of the chairman, taking into account the views of executive directors
<b>Ann re-election</b> (art. B.7.1.)	All directors should be subject to annual re-election by shareholders
<b>Comp audit com</b> (art. C.3.1.)	The board should establish an audit committee of at least three independent non-executive directors. The chairman should not be a member of the audit committee
<b>Funct audit com</b> (art. C.3.2.)	Regular functions of the audit committee detailed at art. C.3.2.
<b>Non-exe share/perform rem prohib</b> (art. D.1.3.)	Remuneration for non-executive directors should not include options or other performance-related elements. If, exceptionally, options are granted, shareholder approval should be sought in advance and any shares acquired by exercise of the options should be held until at least one year after the non-executive director leaves the board
<b>No dir involv own rem</b> (art. D.2.)	No director should be involved in deciding his or her own remuneration
<b>Comp rem com</b> (D.2.1.)	The board should establish a remuneration committee of at least three independent non-executive directors. In addition the company chairman may also be a member of, but not chair, the committee if he or she was considered independent on appointment as chairman
<b>Rem com supervis senior manag</b> (art. D.2.2.)	The committee should recommend and monitor the level and structure of remuneration for senior management
<b>Sharehol/non-exe dir and senior ind dir relation</b> (E.1.1.)	Non-executive directors should be offered the opportunity to attend scheduled meetings with major shareholders and should expect to attend meetings if requested by major shareholders. The senior independent director should attend sufficient meetings with a range of major shareholders to listen to their views in order to help develop a balanced understanding of the issues and concerns of major shareholders
<b>Gen meet reso</b> (E.2.1.)	At any general meeting, the company should propose a separate resolution on each substantially separate issue, and should in particular propose a resolution at the AGM relating to the report and accounts
<b>Cond share-based rem</b> (schedule A)	Conditions of share-based grants, including prohibition of discount save, shareholders approval, retention period, unavailability of rights, phased grants
<b>Sal pension</b> (schedule A)	Only basic salary should be pensionable



Les variables dépendantes allemandes testées :

## Deutscher Corporate Governance Kodex - Abbreviation and code explanation

(code articles are quoted into brackets)

<b>Name of company</b>	Name of companies belonging to the DAX 30 and MDAX 50 index (Frankfurt Stock Exchange) (updated July 4 <sup>th</sup> 2016)				
<b>Ref code</b>	1 = Deutscher Corporate Governance Kodex 2 = another code				
<b>Decl comp</b>	0 = company indicates deviations from the code 1 = company declares full compliance				
<b>D&amp;O deduct</b> (art. 3.8)	If the company takes out a D&O (directors' and officers' liability insurance) policy for the Management Board, a deductible of at least 10 % of the loss up to at least the amount of one and a half times the fixed annual compensation of the Management Board member must be agreed upon. A similar deductible shall be agreed upon in any D&O policy for the Supervisory Board.				
	<table border="1"> <tr> <td><b>compliant</b></td> <td>0 = company does not comply with code recommendation 1 = company complies with code recommendation</td> </tr> <tr> <td><b>justification</b></td> <td>0 = no justification 1 = justification by openly or implicitly opposing a code recommendation 2 = justification by indicating future conformity 3 = justification by individual circumstances of the company or equivalent practices 4 = other justification</td> </tr> </table>	<b>compliant</b>	0 = company does not comply with code recommendation 1 = company complies with code recommendation	<b>justification</b>	0 = no justification 1 = justification by openly or implicitly opposing a code recommendation 2 = justification by indicating future conformity 3 = justification by individual circumstances of the company or equivalent practices 4 = other justification
<b>compliant</b>	0 = company does not comply with code recommendation 1 = company complies with code recommendation				
<b>justification</b>	0 = no justification 1 = justification by openly or implicitly opposing a code recommendation 2 = justification by indicating future conformity 3 = justification by individual circumstances of the company or equivalent practices 4 = other justification				
<b>comp cap</b> (art. 4.2.3) (since 2013 code version)	The amount of compensation shall be capped, both overall and for individual compensation components.				
<b>comp struct</b> (art. 4.2.3)	The monetary compensation elements shall comprise fixed and variable elements. Both positive and negative developments shall be taken into account when determining variable compensation components. The variable compensation components shall be related to demanding, relevant comparison parameters. Changing such performance targets or the comparison parameters retroactively shall be excluded.				
<b>pension schemes</b> (art. 4.2.3.)	The Supervisory Board shall establish the level of provision aimed for in each case - also considering the length of time for which the individual has been a Management Board member - and take into account the resulting annual and long-term expense for the company.				
<b>cond exit pay GP</b> (art. 4.2.3)	In concluding Management Board contracts, care shall be taken to ensure that payments made to a Management Board member on premature termination of his/her contract, including fringe benefits, do not exceed the value of two years' compensation (severance pay cap) and compensate no more than the remaining term of the employment contract. The severance payment cap shall be calculated on the basis of the total compensation for the past full financial year and if appropriate also the expected total compensation for the current financial year. Payments promised in the event of premature termination of a Management Board member's contract due to a change of control shall not exceed 150 % of the severance payment cap.				
<b>re-app</b> (art. 5.1.2)	A re-appointment prior to one year before the end of the appointment period with a simultaneous termination of the current appointment shall only take place under special circumstances.				
<b>max age</b> (art. 5.1.2)	An age limit for members of the Management Board shall be specified.				
<b>chair sup board rank</b> (art. 5.2) (since 2015 code version)	The chairman of the Supervisory Board shall be elected by the Supervisory Board from its ranks.				
<b>chair sup board incomp</b> (art. 5.2)	The chairman of the Supervisory Board shall not be chairman of the Audit Committee.				
<b>audit com set up</b> (art. 5.3.2)	The Supervisory Board shall set up an Audit Committee which handles issues of accounting, risk management and compliance, the necessary independence required of the auditor, the issuing of the audit mandate to the auditor, the determination of auditing focal points and the fee agreement (« in so far as no other committee is entrusted with this work » since 2015 code version).				
<b>audit com chairman skill</b> (art. 5.3.2)	The chairman of the Audit Committee shall have specialist knowledge and experience in				

	the application of accounting principles and internal control processes.
<b>audit com chairman ind</b> (art. 5.3.2) (since 2014 code version)	The chairman of the Audit Committee shall be independent and not be a former member of the Management Board of the company whose appointment ended less than two years ago.
<b>nom com set up</b> (art. 5.3.3)	The Supervisory Board shall form a Nomination Committee.
<b>comp nom com</b> (art. 5.3.3)	The Nomination Committee shall be composed exclusively of shareholder representatives which recommends suitable Supervisory Board candidates for the proposals of the Supervisory Board to the General Meeting.
<b>comp board objec</b> (art. 5.4.1)	The Supervisory Board shall specify concrete objectives regarding its composition which, whilst considering the specifics of the enterprise, take into account the international activities of the enterprise, potential conflicts of interest, « the number of independent Supervisory Board members within the meaning of number 5.4.2 » (since 2012 code version), an age limit to be specified « and a regular limit of length of membership to be specified » (since 2015 code version) for the members of the Supervisory Board as well as diversity.
<b>ind dir into board</b> (art. 5.4.2)	The Supervisory Board shall include what it considers an adequate number of independent members. Within the meaning of this recommendation, a Supervisory Board member is not to be considered independent in particular if he/she has personal or business relations with the company, its executive bodies, a controlling shareholder or an enterprise associated with the latter which may cause a substantial and not merely temporary conflict of interests.
<b>two form manag max</b> (art. 5.4.2)	Not more than two former members of the Management Board shall be members of the Supervisory Board.
<b>no dir compet hold</b> (art. 5.4.2)	Supervisory Board members shall not exercise directorships or similar positions or advisory tasks for important competitors of the enterprise.
<b>indi appoint sup board</b> (art. 5.4.3)	Elections to the Supervisory Board shall be made on an individual basis.
<b>manag max accum</b> (art. 5.4.5)	Members of the Management Board of a listed company shall not accept more than a total of three Supervisory Board mandates in non-group listed companies or in supervisory bodies of non-group companies which make similar requirements.
<b>reg bas effi exam</b> (art. 5.6)	The Supervisory Board shall examine the efficiency of its activities on a regular basis.

## B/ Retour d'expérience sur le dépouillement des déclarations de gouvernance<sup>397</sup>

L'expérience de dépouillement acquise lors de l'accomplissement de ce projet est précieuse ; rares en effet sont les opportunités de prendre du recul sur les pratiques déclaratives d'un large spectre d'entreprises de plusieurs pays, de surcroît sur une période de cinq années consécutives. Il a semblé utile de livrer quelques éléments saillants ressortant de cette expérience, comme une sorte de témoignage sociologique sur la façon dont les sociétés françaises et leurs homologues allemandes et britanniques s'emparent du *comply or explain*. Il ne s'agit pas de redire ce qui disent déjà très bien l'AMF ou le HCGE dans leurs rapports annuels, notamment concernant la qualité didactique des explications transmises par les entreprises... Plus modestement, nous entendons livrer des impressions générales laissées dans la mémoire des lecteurs assidus que nous avons été, en sollicitant des exemples concrets à la fois sur le contenu des déclarations françaises (1), et sur des cultures différentes de conformité qui se dessinent entre la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni (2). Mais avouons-le dès à présent : à ce second titre, l'Allemagne a semblé véhiculer des pratiques dont la France et le Royaume-Uni gagneraient à s'inspirer. A titre complémentaire, nous avons recueilli le retour d'expérience de M. Ammar Sharkatli, professeur associé à l'EDHEC, de sorte à observer s'il corroborait nos propres impressions de dépouillement (3).

### 1) Quelques impressions sur le contenu des déclarations françaises

Une première observation tient au caractère assez répétitif, d'une année sur l'autre, des justifications fournies par les sociétés françaises lorsqu'elles font perdurer une situation de non-conformité. La lecture concomitante de plusieurs rapports annuels consécutifs déployant une justification identique laisse forcément le sentiment d'un exercice bien formaliste auquel se livreraient les sociétés concernées. Les illustrations sont nombreuses en la matière, et il est forcément injuste de stigmatiser certaines sociétés parmi de nombreuses autres. Mais l'illustration par un cas concret présente des vertus incomparables ; voici donc l'exemple d'une justification portant sur la recommandation de rupture du contrat de travail du dirigeant mandataire social, demeurée identique pendant trois exercices :

#### Essilor, Document de référence 2013 (p. 80), 2014 (p. 87) et 2015 (p. 87)

##### **Suspension du contrat de travail du dirigeant mandataire social (point 22 du Code)**

Il est recommandé, lorsqu'un salarié devient dirigeant mandataire social de l'entreprise, de mettre fin au contrat de travail qui le lie à la Société ou à une société du Groupe, soit par rupture conventionnelle, soit par démission.

Le Conseil du 27 novembre 2008, sur proposition du Comité des mandataires, avait exprimé une réserve sur « l'obligation » qui serait faite à un mandataire social de mettre fin à son contrat de travail dès lors qu'il serait nommé Président-Directeur Général ou Directeur Général. Autant cette disposition peut se comprendre pour un dirigeant recruté à l'extérieur ou nouvellement arrivé au sein du Groupe, autant elle est difficilement justifiable pour un cadre ayant fait un long parcours réussi au sein de la Société et appelé aux plus hautes responsabilités. En effet, au plan individuel cette mesure fragiliserait la position des intéressés au regard des risques encourus dans leur nouvelle charge, pourrait amener des candidats internes à refuser le poste ou conduirait à revoir à la hausse les rémunérations, ce qui n'est certes pas l'objectif recherché par les recommandations de l'AFEP et du MEDEF.

Cette mesure détacherait les mandataires du corps social, n'irait pas dans le sens de la promotion interne et du « management durable » qui sont pourtant, pour Essilor International, les clefs de la construction de groupes puissants et stables. En conséquence, le Conseil d'administration d'Essilor a décidé de continuer de « suspendre » le contrat de travail des cadres supérieurs à l'occasion de leur nomination comme Président-Directeur Général ou Directeur Général mandataire social lorsque leur ancienneté dans la Société est d'au moins dix ans.

Si la pratique a pu nous surprendre, nous l'avons directement soumise à des professionnels de la communication dans le domaine de l'information réglementée, lesquels en ont fourni une clef de lecture avisée, et à dire vrai passionnante. Le caractère "copier-coller" que peuvent revêtir les déclarations de gouvernance serait totalement fondé, en ce qu'il présenterait l'avantage de la

<sup>397</sup> Les 1) et 2) ci-après ont été rédigés en collaboration avec Martin Kruczkowski, étudiant en Master 2 à l'Université Lille 2.

continuité dans les explications tout en évitant de susciter des interrogations inutiles chez les investisseurs, prompts à s'étonner d'une modification formelle de rédaction là où aucun changement de fond ne serait pourtant apporté aux pratiques de la société :

**Extrait de l'entretien avec Labrador<sup>398</sup>, vendredi 14 avril 2017<sup>399</sup> :**

**(J.-C. D.) :** Vos propos sont très clairs s'agissant du rapport dans sa globalité. Mais nous essayions d'obtenir de votre part une position sur ce qui semblait parfois être des déclarations assez stéréotypées, notamment dans les explications fournies en cas de déviation au code de gouvernement d'entreprise. Par exemple, sur le critère de 12 ans, écarté par certaines sociétés pour qualifier tout de même un administrateur d'indépendant, et qui mettent en avant le fait que l'expérience et la compétence n'est pas exclusive d'indépendance. Autre exemple, l'obligation d'acquisition d'une certaine quantité d'actions en parallèle à leur attribution gratuite, recommandation assez souvent écartée jusqu'à présent avec, pour justification, le fait qu'une obligation de conservation pèse sur le dirigeant. La justification est tout à fait recevable, ce n'est pas le problème. Simplement, cette justification est très benchmarkée, elle revient tous les ans avec des rédactions très similaires parmi les sociétés...

**(L. R.) :** Là nous ne sommes pas concernés chez Labrador. C'est typiquement un travail de juriste. Cette réponse-là est satisfaisante, le groupe peut considérer que ce n'est pas très important, qu'il n'a pas à se déterminer de manière particulière par rapport à cela. Elle fonctionne, est reprise par un certain nombre d'entreprises dans une situation similaire, elle a marché les années précédentes. Conclusion : on la ressort telle quelle. De toute façon, si ce n'est pas l'avocat, c'est la direction juridique de l'entreprise qui va se faire la réflexion : on a tellement d'informations à produire, que si cela n'est pas déterminant et stratégique pour l'entreprise, on ne va pas prendre des risques d'aller rechercher des explications singulières à cette situation de non-conformité au code de gouvernance. D'un autre côté, même si l'on aurait naturellement tendance chez Labrador à proscrire la systématisation de ce comportement déclaratoire, nous avons nos clients qui pourraient nous dire : nous avons énormément de sujets à aborder, et pour beaucoup bien plus sensibles que ceux-là, qui sont des vrais sujets d'actualité, parce que nous voulons revendiquer une position, parce qu'on nous attend sur telle ou telle situation problématique ; le reste, c'est passé les années précédentes, alors on continue sans bouger une virgule. C'est l'état d'esprit, très juridique du reste, qui consiste à ne pas bouger inutilement sur des éléments qui n'ont jusqu'à présent pas généré de risque spécifique.

**(J.-C. D.) :** Jamais par exemple vous n'allez dire à votre client : écoutez, cela fait 5 ans que vous n'êtes pas conforme à cette recommandation, et que vous donnez la même justification, à la virgule près, par copier – coller ; ce serait bien de renouveler votre communication sur la question, de présenter cela différemment, d'être plus pédagogue, plus convaincant...

**(L. R.) :** Alors, cela dépend, si le sujet est un sujet sensible : oui. Autrement non. Nous sommes pour les meilleures pratiques, mais nous ne sommes pas des stakhanovistes, il ne faut pas devenir fou. Je vais vous donner un exemple : nous avons développé une plateforme web pour nos clients. Elle existe pour nos clients américains et français. C'est-à-dire qu'ils élaborent leurs documents réglementés en ligne, l'outil étant hyper-sécurisé. Ceux qui ont fait leur document l'année passée le retravaillent et le mettent à jour à l'aide de cet outil. Ils gagnent un temps fou, économisent de l'argent également car ils n'ont plus à faire reconstruire et revalider par nous leur document, ni à le faire retraduire. Sur des zones qu'ils considèrent comme non sensibles, ils font des mises à jour, mais s'abstiennent de toucher à nombre d'éléments.

**(E. B. L.) :** Et puis il y a un effet changement aussi. Les gérants d'actifs et les analystes surveillent les changements de *wording* d'une année à l'autre, sur les risques, sur la gouvernance. Donc, un changement de phrase va "tilter" tout de suite chez un analyste ou un investisseur. Il va se dire : mais qu'est-ce qui a bougé, pourquoi ont-ils ressenti le besoin de changer les choses comme cela, et donc modifier l'explication de cet élément ?

<sup>398</sup> Entreprise de communication en information financière et réglementée.

<sup>399</sup> V. en annexe 3 pour l'entretien intégral.

**(J.-C. D.) :** Il y a une approche systématique comme cela, où l'on contrôle le changement sémantique dans le rapport... ? Avec des logiciels de comparaison de documents d'une année sur l'autre...

**(E. B. L.) :** Bien oui !

**(L. R.) :** Et bien c'est leur fonds de commerce voyons ! C'est-à-dire que gérants d'actifs et analystes veulent voir ce qui a bougé... Nous avons un groupe de travail avec ces acteurs, que l'on sollicite sur tout cet aspect-là, car je vous le répète, nos vrais clients, au final, ce sont les grands lecteurs. On connaît, on essaye de connaître le plus intimement possible l'utilisation de l'information. De leur côté, si vous modifiez juste l'organisation des phrases d'un paragraphe, il y a une alerte qui se déclenche : ce n'est pas innocent, quelque chose s'est passée !

**(J.-C. D.) :** C'est incroyable. Je ne pensais pas du tout qu'on en était là !

**(L. R.) :** Bien sûr. Leur travail, c'est justement de vérifier ce qui a bougé.

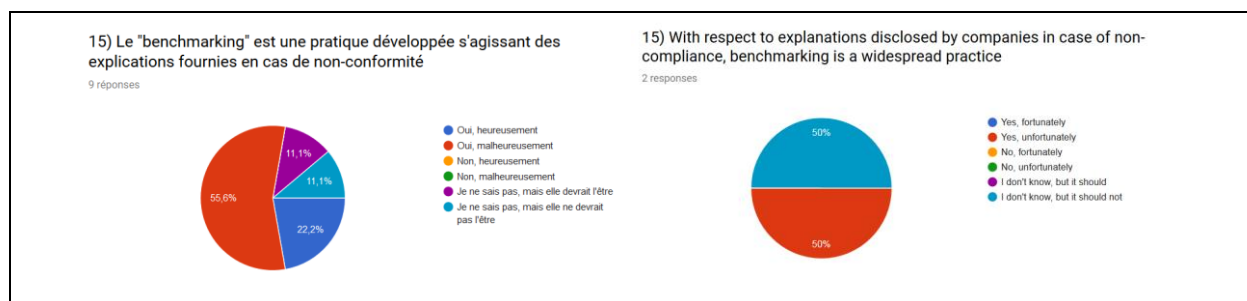
**(E. B. L.) :** C'est-à-dire de détecter les signaux faibles de changement.

**(L. R.) :** Parce qu'ils ne veulent pas passer à côté de quelque chose. Il y a une relation fondamentale avec la notion de confiance : si je ne comprends pas pourquoi ils l'ont fait, j'ai le doute qui s'instigie. Ils ne l'ont pas fait par hasard, mais je ne comprends pas pourquoi ils ont changé cette formulation. Et ce doute-là entame ma confiance. Alors vous voyez, alors que nous, nous serions instinctivement favorables à l'adaptation de l'information au changement de situation, de sorte à actualiser au mieux les informations en fonction de l'évolution des réalités, ne serait-ce que sur des sujets mineurs, en réalité, cela peut très rapidement avoir un effet induit sur la confiance qui peut être négatif.

**(E. B. L.) :** En revanche, lorsque des parties entières des rapports sont modifiées, et non pas seulement quelques phrases, de sorte à aller vers plus de pédagogie, comme en matière de risque ou de gouvernance, là c'est perçu positivement. Mais si c'est un changement de *wording*, sans qu'une amélioration de la clarté et de la transparence de l'information ne soit perceptible, analystes et gérants d'actifs peuvent l'interpréter comme un signal négatif.

**(L. R.) :** Pour reprendre ce que vient de dire Eva, nous sommes bien plus favorables à des réécritures complètes, plus synthétiques et accessibles de chapitres entiers du document de référence, dans une approche journalistique, c'est-à-dire de *plain language*, pour que le lecteur comprenne de façon fluide l'essentiel de l'information, puis son détail. Mais lorsque ce n'est pas nécessaire sur des zones spécifiques du rapport du document, il est préférable de ne pas toucher au texte.

Au-delà de la redondance des justifications apportées par les sociétés d'une année sur l'autre, une homogénéisation des explications fournies s'observe pour certains items de gouvernance. On assiste donc à une sorte de « stéréotypisation » des réponses en cas de non-application de certaines recommandations. Dit autrement, la lecture des déclarations de gouvernance a pu témoigner d'un degré élevé de *benchmarking*<sup>400</sup> de certaines explications ; ce constat est partagé par les répondants au questionnaire en ligne : une majorité d'entre eux pensent que le *benchmarking* des justifications apportées aux cas de non-conformité est une pratique développée, et la plupart le regrettent :



<sup>400</sup> Le "benchmarking" s'entend d'une démarche de comparaison avec les pratiques des autres sociétés en matière d'explications et de justifications données aux cas de non-conformité, démarche aboutissant à un étalonnage des déclarations.



Un exemple révélateur est celui de l'argumentation employée pour justifier de la qualification d'administrateur indépendant d'un membre du conseil malgré une présence de plus de douze années au sein du conseil. Les justifications apportées à cette situation de non-conformité sont quasi-systématiquement les mêmes. Elles consistent à mettre en avant la compétence et l'expérience de l'administrateur dans la société, lesquelles permettent l'exercice d'un jugement éclairé et critique au sein du conseil, ce qui justifie la qualification formelle « d'administrateur indépendant ». La rhétorique semble en effet assez imparable, et il n'est pas question d'en discréditer les bienfondés. Il est simplement remarquable qu'elle se soit systématisée au fil du temps. Ainsi, on peut citer quelques exemples de déclarations françaises de gouvernance de sociétés du SBF 120 pour l'exercice 2015, parmi la trentaine de cas de non-conformité reprenant la même justification :

Air Liquide, Document de référence 2015, p. 139

Recommandations	Pratique de L'Air Liquide et justification
<p><b>Critères d'indépendance des Administrateurs</b> Article 9.4 : Pour être qualifié d'indépendant, un Administrateur :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ ne doit pas avoir été « salarié ou dirigeant mandataire social de la Société, ni salarié ou Administrateur de sa société mère ou d'une société que celle-ci consolide et ne pas l'avoir été au cours des cinq années précédentes » ;</li> <li>■ ne doit pas « être Administrateur de l'Entreprise depuis plus de 12 ans ».</li> </ul>	<p>Le Conseil d'Administration a considéré que les anciens salariés ou dirigeants de la Société ne peuvent être considérés comme indépendants, même si la cessation de leurs fonctions remonte à plus de cinq ans (cf. page 126).</p> <p>Le Conseil n'a pas estimé que l'exercice d'un mandat pendant plus de 12 ans fait perdre sa qualité d'indépendance au membre concerné.</p> <p>Au cœur de l'activité des gaz industriels figurent des projets d'investissement à forte intensité capitalistique dans le cadre de contrats de longue durée, typiquement de 15 ans mais parfois de 20 ou 30 ans. Une expérience au sein du Conseil dans la durée permet donc de suivre le cycle de développement du Groupe sur le long terme et donc de formuler un jugement éclairé et critique sur les décisions d'investissement à prendre pour assurer la croissance du futur. Après réexamen de la question lors de sa séance de février 2015, le Conseil a décidé de ne pas modifier les critères d'indépendance retenus à ce jour. Le Groupe est toutefois attaché au respect des meilleures pratiques de gouvernance. Dans une perspective de moyen terme tenant compte de la planification des modifications devant intervenir dans la composition du Conseil, le Conseil d'Administration a confirmé être prêt à procéder à un réexamen de ce critère sur une base régulière et notamment au moment du renouvellement du mandat des Administrateurs concernés (cf. page 126).</p>

Biomérieux, Document de référence 2015, p. 166

<u>Administrateurs indépendants</u>	<p>Monsieur Michele Palladino est administrateur de la Société depuis près de 12 ans.</p> <p>Pour autant, la Société considère que l'indépendance de Monsieur Michele Palladino n'est pas remise en cause. En effet, sa prise de position, sa liberté de parole et son grand professionnalisme dans son rôle d'administrateur témoignent en permanence de son indépendance.</p>
-------------------------------------	---

Bolloré, Document de référence 2015, p. 259

**Critères d'indépendance des administrateurs**

L'Afep-Medef considère qu'un administrateur n'est pas indépendant s'il exerce son mandat depuis plus de douze ans.

Le critère d'ancienneté de douze ans est écarté, la durée des fonctions d'un administrateur ne permettant pas en tant que critère unique de remettre en cause son indépendance.

En effet, le Conseil, quelle que soit la durée des fonctions des administrateurs, s'attache à leurs qualités personnelles, leurs expériences et compétences industrielles et financières permettant de donner des avis et des conseils utiles à travers des échanges où chacun peut exprimer sa position.

De surcroît, il doit être considéré que dans un Groupe comportant une multiplicité de métiers à haute technicité et s'exerçant à l'échelle mondiale, la durée des fonctions contribue à une meilleure connaissance et à une meilleure compréhension du Groupe, de son historique et de ses métiers diversifiés.

La parfaite connaissance du Groupe dont bénéficie l'administrateur du fait de son ancienneté, constitue un atout, notamment lors de l'examen des orientations stratégiques du Groupe ou de la mise en œuvre des projets complexes et/ou des projets transversaux au sein du Groupe. Une ancienneté de douze ans ne saurait aucunement être associée à une perte d'indépendance.

## Bureau Veritas, Document de référence 2015, p. 96

Indépendance des membres du Conseil (section 9.4 du code)

L'administrateur ne doit exercer son mandat depuis plus de douze ans.

Le Conseil d'administration a examiné avec une attention particulière la situation de Pierre Hessler au regard du critère du Code AFEP/MEDEF qui recommande de « ne pas être administrateur depuis plus de douze ans ».

Il a constaté que l'ancienneté de Pierre Hessler au sein du Conseil lui donne une plus grande capacité de compréhension des enjeux et des risques et de questionnement de la Direction générale, et lui confère du poids pour exprimer ses convictions et formuler un jugement équilibré et objectif en toutes circonstances vis-à-vis de la Direction générale. L'esprit critique dont a toujours fait preuve Pierre Hessler lors des débats et décisions du Conseil, sa personnalité, ses compétences, son leadership et son engagement, reconnus par les actionnaires de la Société qui ont approuvé le renouvellement de son mandat à 86,15%, le 20 mai 2015 dernier, sont autant de gages de son indépendance d'esprit.

Par ailleurs, le Conseil a estimé que l'attention que Pierre Hessler a toujours portée au bon fonctionnement du Conseil en sa qualité de Président du Comité des nominations et des rémunérations, notamment dans le cadre des évaluations annuelles et de la nomination et du renouvellement d'administrateurs indépendants, est essentielle.

Ces qualités conjuguées à une bonne compréhension des enjeux de la Société apportent beaucoup à la continuité des débats du Conseil et contribuent à mettre ses décisions en perspective.

Le Conseil d'administration a estimé que le critère des 12 ans n'était pas à lui seul suffisant pour qu'un administrateur perde mécaniquement sa qualité d'indépendant et a décidé de ne pas retenir ce critère.

## Danone, Document de référence 2015, p. 231

**Critère d'indépendance des administrateurs (paragraphe 9.4 du Code AFEP-MEDEF)**

*“Les critères que doivent examiner le comité et le conseil afin de qualifier un administrateur d'indépendant [...] sont les suivants : [...]”*

*- Ne pas être administrateur de l'entreprise depuis plus de douze ans.”*

Le Conseil d'Administration du 22 février 2016, sur avis du Comité de Nomination et de Rémunération, a examiné, comme chaque année, l'indépendance de chacun des Administrateurs sur la base des critères d'indépendance définis par le règlement intérieur conformément au Code AFEP-MEDEF (voir ci-avant paragraphe *Règlement intérieur du Conseil d'Administration*).

S'agissant du critère d'indépendance du Code AFEP-MEDEF selon lequel l'exercice d'un mandat pendant plus de douze ans constitue *ipso facto* un élément suffisant pour faire perdre la qualité d'indépendant, le Conseil rappelle que la stratégie de développement de Danone repose sur un double projet économique et social qui lui confère une culture unique. À ce titre, le Conseil a réaffirmé, à de nombreuses reprises, l'importance qu'il attache aux facteurs culturels de l'entreprise pour évaluer la pertinence et la faisabilité des projets qui lui sont soumis. Il considère en effet que la culture de Danone constitue un avantage concurrentiel unique, tant dans l'intérêt du Groupe que de ses actionnaires. Dans ce cadre, le Conseil a constaté qu'une expérience dans la durée au sein du Conseil offre une meilleure compréhension des traits culturels spécifiques à l'entreprise et à sa mission et constitue dès lors un atout pour éclairer les travaux du Conseil et formuler un jugement critique et autonome tout en veillant à préserver l'identité et la culture de Danone sur le long terme. Compte tenu de ces éléments d'appréciation analysés de manière concrète et régulière, le Conseil d'Administration a estimé que le critère des douze ans, défini par le Code AFEP-MEDEF parmi cinq autres critères, n'était pas, à lui seul, suffisant pour faire perdre la qualité d'administrateur indépendant au membre concerné.

Concernant Monsieur Bruno BONNELL, le Conseil a constaté qu'il fait preuve de façon constante d'une indépendance d'esprit et d'une liberté de parole particulièrement remarquables, qui l'amènent à prendre des positions marquées et constructives, avec des angles spécifiques et différents, lors des débats du Conseil. Le Conseil a constaté que ses positions ont permis d'enrichir ses décisions, et que l'indépendance de ces dernières a une valeur importante pour Danone, au sein d'un Conseil d'Administration composé d'une majorité d'Administrateurs indépendants au sens le plus strict des normes en vigueur.

Concernant Monsieur Benoît POTIER, le Conseil a constaté sa forte contribution aux débats du Conseil ainsi que sa liberté de pensée et de parole du Président Directeur Général d'une des sociétés les plus significatives du CAC 40. Enfin, Monsieur Benoît POTIER fait preuve d'une indépendance d'esprit remarquable.

## LVMH, Document de référence 2015, p. 109

(ii) Messieurs Diego Della Valle et Albert Frère, qui sont membres du Conseil d'administration depuis plus de 12 ans, doivent être considérés comme indépendants. Le Conseil a écarté, en l'espèce, les critères posés par le Code AFEP/MEDEF et liés :

- à l'ancienneté de leur mandat, considérant que celle-ci n'était pas de nature à émousser leur sens critique ou à porter atteinte à leur liberté de jugement compte tenu tant de leur personnalité que de leur situation personnelle et professionnelle. En outre, leur bonne connaissance du Groupe constitue un atout inégalable lors des décisions à prendre sur les grandes questions stratégiques,

Cette homogénéisation des justifications pourrait sembler surprenante au regard du principe de *comply or explain*, qui postule une présentation pédagogique des choix singuliers des sociétés en cas de conformité. Le *benchmarking* serait en ce sens assez contreproductif, même s'il faut répéter que l'explication fournie en l'occurrence, fut-elle stéréotypée, demeure tout à fait crédible et recevable. D'ailleurs, une conclusion ne devrait-elle pas en être tirée quant à la valeur de la recommandation elle-même ? En effet, si un bon nombre de sociétés n'appliquent pas ladite recommandation en fournissant presque unanimement la même justification judicieuse, n'est-ce pas parce que la recommandation n'est pas adaptée à une pratique légitime des sociétés françaises ? Voilà donc l'exemple type de sujet sur lequel il conviendrait de faire évoluer les lignes du code français, même si nous n'ignorons pas que cette durée de douze années est un standard international (V. par ex. Recommandation de la Commission (2005/162/CE) du 15 février 2005). Un cas illustre particulièrement cette adaptation du code de gouvernance aux pratiques des sociétés. Jusqu'à sa version de 2015, le code AFEP-MEDEF recommandait un délai d'examen des comptes par le comité d'audit d'« au minimum deux jours avant l'examen par le conseil » (anc. point. 16.2.1). Un nombre grandissant de sociétés n'ont pas suivi cette recommandation (2011 : 6 ; 2012 : 11 ; 2013 : 15 ; 2014 : 22 ; 2015 : 21), reconnaissant réunir leur comité d'audit le jour même de l'examen par le conseil ; l'argumentation avancée tenait le plus souvent aux difficultés matérielles d'organisation d'un tel comité, en raison notamment de la dispersion géographique des membres du comité. Ayant visiblement pris acte de cette pratique d'une réunion du comité le jour même du conseil, le code AFEP-MEDEF, dans sa dernière version, a fait disparaître le délai de deux jours préalable à la tenue du conseil : « Les délais de mise à disposition des comptes et de leur examen doivent être suffisants » (point 15.3).

Notre recherche a été l'occasion de tenter une classification des justifications apportées par les sociétés en cas de non-conformité. Une démarche similaire avait déjà été entreprise dans une étude menée en 2009 par la société RiskMetrics, portant sur les déclarations de gouvernance à l'échelle européenne. Cette étude avait alors isolé cinq catégories de justifications : invalides, générales, limitées, spécifiques, transitionnelles<sup>401</sup>. Lors de notre dépouillement, ce sont trois catégories de justifications qui ont été préconçues, fondées sur des qualifications relevant davantage de l'intuition que de l'expérience et l'observation :

- l'opposition explicite ou implicite à la recommandation,
- l'indication d'une mise en conformité future,
- l'existence de circonstances individuelles ou de pratiques équivalentes propres à la société.

Cette classification s'est révélée au final peu opératoire, spécifiquement s'agissant de l'opposition à la recommandation ou de l'existence de pratiques équivalentes propres à la société.

Déjà, l'opposition à une recommandation du code n'est que très rarement formulée de manière explicite dans les explications fournies en cas de non-conformité. Elle porte la plupart du temps sur des items de gouvernance bien précis, à l'image de la recommandation de rupture du contrat de travail du salarié qui devient dirigeant mandataire social de la société. Pour l'exercice 2015, 19 sociétés sur 120 déclarent ne pas être conformes avec cette recommandation. Parmi les explications fournies, un certain nombre présentent une opposition directe à la recommandation du code, comme le fournit l'exemple suivant :

---

<sup>401</sup> RiskMetrics, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 23 septembre 2009, p. 83.



Essilor, Document de référence 2015, p. 87

**Suspension du contrat de travail du dirigeant mandataire social (point 22 du Code)**

Il est recommandé, lorsqu'un salarié devient dirigeant mandataire social de l'entreprise, de mettre fin au contrat de travail qui le lie à la Société ou à une société du Groupe, soit par rupture conventionnelle, soit par démission.

Le Conseil du 27 novembre 2008, sur proposition du Comité des mandataires, avait exprimé une réserve sur « l'obligation » qui serait faite à un mandataire social de mettre fin à son contrat de travail dès lors qu'il serait nommé Président-Directeur Général ou Directeur Général. Autant cette disposition peut se comprendre pour un dirigeant recruté à l'extérieur ou nouvellement arrivé au sein du Groupe, autant elle est difficilement justifiable pour un cadre ayant fait un long parcours réussi au sein de la Société et appelé aux plus hautes responsabilités. En effet, au plan individuel cette mesure fragiliserait la position des intéressés au regard des risques encourus dans leur nouvelle charge, pourrait amener des candidats internes à refuser le poste ou conduirait à revoir à la hausse les rémunérations, ce qui n'est certes pas l'objectif recherché par les recommandations de l'AFEP et du MEDEF.

Cette mesure détacherait les mandataires du corps social, n'irait pas dans le sens de la promotion interne et du « management durable » qui sont pourtant, pour Essilor International, les clefs de la construction de groupes puissants et stables. En conséquence, le Conseil d'administration d'Essilor a décidé de continuer de « suspendre » le contrat de travail des cadres supérieurs à l'occasion de leur nomination comme Président-Directeur Général ou Directeur Général mandataire social lorsque leur ancienneté dans la Société est d'au moins dix ans.

Quant à la qualification d'opposition implicite à une recommandation du code, elle était bien souvent mise en concurrence avec celle de mise œuvre de pratiques équivalentes. La plupart du temps, le choix pour l'une ou l'autre de ces catégories impliquait un exercice d'interprétation durant le dépouillement. De fait, des discussions ont pu être nourries lors de nos réunions, et des désaccords étaient fréquents quant au choix du type de justification fournie. Voici un exemple de déclarations pouvant relever à la fois d'une opposition implicite à la recommandation et de la mise en œuvre d'une pratique équivalente, sans compter que ces explications apportées sont également assez stéréotypées parmi les sociétés du SBF 120 non-conformes :

- Cumul contrat de travail et mandat social

Safran, Document de référence 2015, p. 286, catégorisé « opposition implicite » lors du dépouillement

Recommandations Code AFEP/MEDEF	Pratiques Safran – Justifications
<p><b>Article 22. La cessation du contrat de travail en cas de mandat social</b></p> <p>Il est recommandé, lorsqu'un salarié devient dirigeant mandataire social de l'entreprise, de mettre fin au contrat de travail qui le lie à la société ou à une société du groupe.</p> <p>Cette recommandation s'applique au président et au Directeur Général dans les sociétés à Conseil d'administration.</p>	<p>Le contrat de travail de Philippe Petitcolin a été suspendu concomitamment à sa nomination en qualité de Directeur Général le 23 avril 2015.</p> <p>De même, le contrat de travail de Ross McInnes avait été suspendu pendant la durée de son mandat de directeur général délégué (soit du 21 avril 2011 au 23 avril 2015). Cette suspension a été prolongée pendant toute la durée de son mandat de président du Conseil.</p> <p>La rupture du contrat de travail peut, en fonction de l'âge de l'intéressé et de son ancienneté dans le Groupe, constituer un frein (perte de droits liés à un contrat de travail acquis progressivement) à l'accession par les salariés du Groupe aux plus hautes fonctions de direction.</p> <p>Le Conseil a donc retenu la solution de suspension des contrats de travail.</p> <p>Elle s'inscrit dans la politique du Groupe visant, chaque fois que cela est pertinent, à favoriser la promotion interne de ses talents, permettant de confier des postes de mandataires sociaux à des cadres dirigeants au plus haut niveau de savoir-faire, incarnant les valeurs et la culture du Groupe et ayant une profonde connaissance de ses marchés.</p>

Néopost, Document de référence 2015, p. 25, catégorisé « pratique équivalente » lors du dépouillement

**La cessation du contrat de travail en cas de mandat social (article 22 du Code)**

« [...] lorsqu'un salarié devient dirigeant mandataire social de l'entreprise, de mettre fin au contrat de travail qui le lie à la société ou à une société du groupe »

Le Conseil d'administration considère que sa décision de maintenir le contrat de travail de Denis Thierry initialement conclu le 1<sup>er</sup> octobre 1998 se justifie au regard de son ancienneté de 18 ans au sein du Groupe (et des dix années d'exécution de ce contrat de travail jusqu'à sa suspension en 2007 lors de sa nomination comme directeur général). Cette décision permet une politique de promotion interne permettant de confier des postes de mandataires sociaux à des cadres dirigeants expérimentés ayant une profonde connaissance des métiers et des marchés sur lesquels Neopost intervient et pour qui la perte de droits liés à leur contrat de travail et à leur ancienneté (comme l'indemnité conventionnelle de licenciement) constituerait un frein.

Enfin, le contrat de travail du Président-Directeur Général en exercice est suspendu et ne contient aucune clause relative à des indemnités de départ.

- Réunion annuelle du conseil hors la présence des dirigeants exécutifs :

**Natixis, Document de référence 2015, p. 61, catégorisé « opposition implicite » lors du dépouillement**

**Session du conseil d'administration tenue hors la présence des dirigeants exécutifs (article 10.4 du Code)**

« Le conseil d'administration devrait prévoir une réunion par an [...] hors la présence des administrateurs exécutifs ou internes, [...] au cours de laquelle serait réalisée l'évaluation des performances du président, du directeur général [...], et qui serait l'occasion périodique de réfléchir à l'avenir du management. »

Le conseil d'administration de Natixis ne tient pas formellement de séance hors la présence du dirigeant exécutif. Toutefois, la partie de la réunion du conseil d'administration relative à la détermination de la rémunération et de la performance du directeur général se tient hors sa présence. Il est également souligné que Laurent Mignon est directeur général non administrateur exécutif de Natixis.

**Pernod Ricard, Document de référence 2015, p. 34, catégorisé « pratique équivalente » lors du dépouillement**

**Dispositions du Code AFEP-MEDEF écartées**

**Évaluation du Conseil d'Administration**

Article 10.4 : « Il est recommandé que les Administrateurs non exécutifs se réunissent périodiquement hors la présence des Administrateurs exécutifs ou internes. Le Règlement intérieur du Conseil d'Administration devrait prévoir une réunion par an de cette nature, au cours de laquelle serait réalisée l'évaluation des performances du Président, du Directeur Général, du ou des Directeurs Généraux Délégués et qui serait l'occasion périodique de réfléchir à l'avenir du management ».

**Explications**

Les questions relatives à la performance des Dirigeants Mandataires Sociaux sont traitées, selon le cas, par le Comité des nominations, de la gouvernance et de la RSE dans le cadre de l'évaluation périodique du fonctionnement du Conseil ou par le Comité des rémunérations à l'occasion de la revue annuelle de leur rémunération. Pour ces raisons, et compte tenu également du caractère collégial du Conseil d'Administration (rappelé par l'article 1.1 du Code AFEP-MEDEF), il n'est pas prévu de réunion formelle des Administrateurs non exécutifs hors la présence des Administrateurs exécutifs ou internes à la Société. Cette possibilité n'est pas non plus prévue dans le Règlement intérieur du Conseil d'Administration.

Au travers de ces exemples, on comprend qu'il s'avère peu probant d'édifier des catégories de justifications, lesquelles demeurent, même si elles apparaissent pertinentes d'un point de vue théorique, tributaires de l'interprétation de la personne qui opère la classification. A cet égard, l'homogénéité globale de la collecte de données s'en trouve affectée. Si l'on souhaitait opérer une classification des types de justification apportées aux cas de non-conformité, il importerait certainement de s'en tenir à des catégories objectives, pour lesquelles l'exercice de qualification aboutit à un résultat net. A dire vrai, là encore le raisonnement semble pertinent, mais les choses sont plus complexes. Ainsi, lors du dépouillement, nous avons tenté d'isoler les justifications s'appuyant sur un engagement de mise en conformité future aux préconisations du code. Une telle justification apparaît de prime abord simple à caractériser et objective. Mais c'est sans compter sur des tournures syntaxiques et sémantiques qui vont de l'explicite à l'obscur, évoquant parfois des engagements de réfléchir à une mise en conformité, des futurs débats, ou encore des portes non-fermées à une évolution prochaine... Que faut-il entendre véritablement dans ces justifications ? Ci-après, voici trois déclarations présentant des intensités différentes quant à un engagement de future mise en conformité :

**CGG, Document de référence 2015, p. 96, catégorisé « engagement de mise en conformité future » lors du dépouillement**

Évaluation du Conseil d'administration (article 10.2 du Code AFEP-MEDEF)

« L'évaluation doit viser trois objectifs : [...] Mesurer la contribution effective de chaque administrateur aux travaux du Conseil du fait de sa compétence et de son implication dans les délibérations. »

La Société prévoit de mettre en œuvre cette disposition à compter de l'exercice 2017.

**BIC, Document de référence 2015, p. 107, catégorisé « engagement de mise en conformité future » lors du dépouillement**

N°	Paragraphe	Justification
10.3	Évaluation du Conseil d'Administration	
	« Une évaluation formalisée doit être réalisée tous les trois ans au moins. Elle peut être mise en œuvre, sous la direction du comité en charge de la sélection ou des nominations ou d'un administrateur indépendant, avec l'aide d'un consultant extérieur »	La dernière évaluation réalisée avec l'aide d'un consultant extérieur date de 2011. L'importance des sujets à traiter par le Conseil d'Administration en 2015 ne lui a pas permis de mettre en œuvre une telle évaluation en 2015. Le Conseil d'Administration envisage de mettre en œuvre une évaluation formalisée dans les deux prochaines années.

**Kering, Document de référence 2015, p. 160, catégorisé « pas de justification » lors du dépouillement**

Composition du Comité des nominations (section 17.1 du Code) – Ce comité doit être composé majoritairement d'Administrateurs indépendants.	Le Comité est composé jusqu'à ce jour de trois Administrateurs : M <sup>me</sup> Patricia Barbizet, Président, M. Luca Cordero di Montezemolo, et M. Baudouin Prot.
--	---

La Société ne se conforme pas aux recommandations AFEP-MEDEF en matière de proportion de membres indépendants au sein du Comité des nominations. Une réflexion a été poursuivie sur le sujet de la composition des comités du Conseil et notamment celle du Comité des nominations dans le cadre de l'évolution prochaine de la composition du Conseil.

Présentent au final un bon niveau de confort pour ce travail de taxinomie les explications s'appuyant sur une incompatibilité de la recommandation avec le régime légal de la société. Une telle explication peut être rangée, sans interprétation aventureuse, dans la catégorie des « circonstances individuelles présentées par la société ». On pensera bien souvent, par exemple, à la forme de société en commandite par actions retenue par la société, qui justifie l'impossibilité de mettre en œuvre certaines recommandations ; ainsi, pour reprendre ce thème précédemment évoqué de la réunion annuelle du conseil hors la présence des dirigeants exécutifs :

**Hermès, Document de référence 2015, p. 16, catégorisé « circonstances individuelles » lors du dépouillement**

Dispositions du code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF, révisé en novembre 2015, écartées	
	Explications
Évaluation du Conseil (art. 10.4) Il est recommandé que les administrateurs non exécutifs se réunissent périodiquement hors la présence des administrateurs exécutifs ou internes, au moins une fois par an pour l'évaluation de la performance des dirigeants mandataires sociaux.	Compte tenu du rôle imparti au Conseil de surveillance (décrit en pages 10 et 11), dans une société en commandite par actions, cette disposition du code AFEP-MEDEF n'est pas applicable.

Ou encore, s'agissant d'une recommandation relative à l'approbation préalable par le conseil d'opérations importantes ou significatives hors stratégie :

Recommandation du Code	Explications
Approbation préalable par le Conseil d'Administration des opérations importantes ou significatives hors stratégie (n° 4)	<p>Compte tenu de la forme sociale de la Société en commandite par actions, la recommandation prévue à l'article 4 du Code AFEP/MEDEF ne peut être appliquée en l'état. En effet, cette forme sociale implique une responsabilité personnelle et illimitée du dirigeant exécutif (Gérant Associé Commandité) ainsi qu'une séparation totale des pouvoirs entre ce dirigeant et l'organe de surveillance. Il en résulte l'impossibilité pour le Conseil de Surveillance d'intervenir dans la gestion proprement dite de l'entreprise.</p> <p>Cependant, la Compagnie, dans le souci de (i) garantir l'effectivité de la mission de contrôle permanent de la qualité de la gestion par le Conseil de Surveillance, et (ii) de respecter l'esprit de cette recommandation, a ainsi, depuis 2011, modifié ses statuts<sup>(1)</sup> et adapté en conséquence le règlement intérieur du Conseil de Surveillance.</p> <p>Aux termes du règlement intérieur, le Président de la Gérance présente préalablement au Conseil de Surveillance avant toute décision, les projets d'investissement, de nouveaux engagements, de cession d'actifs et d'opérations de croissance externe, dès lors qu'ils sont significatifs pour le Groupe.</p> <p>Le Conseil de Surveillance est donc obligatoirement saisi des projets importants pour le Groupe et, par l'avis qu'il exprime, est pleinement en mesure d'en rendre compte, le cas échéant, aux actionnaires.</p> <p>Cette méthode répond à l'esprit et à l'objectif de la recommandation.</p>

## 2) Quelques impressions sur les cultures de conformité en France, en Allemagne et au Royaume-Uni

D'un point de vue plus général, nous avons pu avoir le sentiment d'une culture de la compliance différente selon les indices considérés. Ainsi, il semblerait que les entreprises cotées à la bourse de Londres soient davantage imprégnées d'une culture de conformité, ce qu'a pleinement confirmé le taux de « *full compliance* » plus élevé pour les sociétés d'outre-Manche, à savoir 57% sur notre période de référence, alors que ce taux n'est que de 15% en France et de 32,5% en l'Allemagne (v. les éléments statistiques *infra*). Du coup, le *comply or explain* y joue peut-être un rôle moins didactique, car peu d'explications sont fournies sur des choix spécifiques des sociétés britanniques en matière de gouvernance ; l'effet « *box ticking* » nous a ainsi semblé bien présent au Royaume-Uni, en tout cas bien plus qu'en France et en Allemagne.

Le taux de conformité intégrale peu élevé en France et en Allemagne confirme l'impression qui est la nôtre d'un soin important mis par les sociétés de ces deux pays à déterminer leur positionnement par rapport au code. L'exemple Allemand est particulièrement frappant à cet égard, dans la mesure où les sociétés y produisent assez fréquemment des déclarations d'orfèvre. Par exemple, les sociétés fournissent des « déclarations ajustées » qui prennent en compte les évolutions et réformes du code allemand de gouvernance, ou leur propre mise en conformité à des recommandations préexistantes. Sur quelques mois d'intervalle, les sociétés peuvent donc fournir, le cas échéant, deux déclarations de gouvernance dès lors que le code fait naître une nouvelle recommandation à l'égard de laquelle la société doit se positionner ; en voici un exemple :



**Updated statement of compliance in accordance with § 161 section 1 of the German Stock Company Act (Aktiengesetz)**

On 7 February 2012, the Managing Board and on 9 February 2012, the Supervisory Board resolved to submit the annual statement of compliance with the German Corporate Governance Code (hereafter referred to as the "Code").

On 28 June 2012, the Supervisory Board resolved to adopt the recommendation stated in section 5.4.1 of the Code as amended on 15 May 2012. The Supervisory Board set the following concrete objectives regarding its composition: "The composition of the Supervisory Board is an appropriate reflection of the national and international alignment of HeidelbergCement as a leading building materials manufacturer. The Supervisory Board comprises at least three members who have been elected by the shareholders and who are independent members within the meaning of section 5.4.2 of the Code. Following the 2014 Annual General Meeting, the newly-constituted Supervisory Board comprises at least two female members. The standard retirement age for members of the Supervisory Board is 75 years."

Therefore, an update of the statement of compliance dated 7/9 February 2012 is to be carried out during the year.

The Managing Board and Supervisory Board of HeidelbergCement AG declare, in accordance with § 161, section 1 of the German Stock Company Act, that they have complied with, and are in compliance with, the recommendations of the Government Commission on the German Corporate Governance Code (hereafter referred to as the "Code"), with the following exceptions:

- Some of the Managing Board agreements do not provide for any limit on redundancy payments (redundancy pay cap) in the event of early termination of membership of the Managing Board without good cause or due to a change in control (deviation from point 4.2.3).

Justification: The Supervisory Board respects the provision for the protection of continuance for the existing Managing Board agreements, which do not provide for any

corresponding limit on redundancy payments. New future agreements and extensions to existing Managing Board agreements will, however, include a limit on redundancy payments in line with the Code. All four Managing Board agreements entered into in 2011 already contain a limit on redundancy payments in line with the Code. As determined by the start dates of these agreements, the limit on redundancy payments for two Managing Board agreements entered into force in 2011; for two other Managing Board agreements, it will enter into force in 2012.

- The Chairman of the Supervisory Board does not chair the Personnel Committee (deviation from point 5.2).

Justification: The Supervisory Board deems this allocation appropriate on the basis of the shareholder structure of the company.

- The shareholdings of members of the Supervisory Board are not disclosed (deviation from point 6.6).

Justification: The members of the Supervisory Board are bound by the shareholding disclosure requirements under § 21 of the German Securities Trading Law (Wertpapierhandelsgesetz) and the "Directors' Dealings" disclosure requirements under § 15a of the German Securities Trading Law. This seems to guarantee sufficient transparency as regards the shareholdings of members of the Supervisory Board.

For the reporting period since 7/9 February 2012 (submission date of previous statement of compliance), the above statement in reference to the recommendations in sections 5.4.1 and 5.4.2 relates to the version of the Code dated 15 May 2012 and published on 15 June 2012, and apart from that to the version of the Code dated 26 May 2010 and published on 2 July 2010.

Heidelberg, 28 June 2012

HeidelbergCement AG

The Managing Board

The Supervisory Board

Egalement, les sociétés allemandes peuvent fournir des déclarations actualisées en cours d'exercice, présentant leur mise en conformité par rapport à des recommandations figurant déjà dans le code ; en voici un exemple :

**UPDATE OF THE DECLARATION OF COMPLIANCE WITH THE GERMAN CORPORATE GOVERNANCE CODE ISSUED FOR THE 2015 FISCAL YEAR BY THE MANAGEMENT BOARD AND SUPERVISORY BOARD OF INFINEON TECHNOLOGIES AG IN ACCORDANCE WITH SECTION 161 OF THE GERMAN STOCK CORPORATION ACT**

1. As part of the last Declaration of Compliance in November 2015, the Management Board and the Supervisory Board have declared, with the exception of Section 5.4.6 of the German Corporate Governance Code regarding the compensation of the members of the Supervisory Board, to having complied with and also going to comply with the applicable recommendations. The reason for precautionary declaring non-compliance with that specific section was that in the past members of the Supervisory Board of Infineon Technologies AG were receiving both fixed and performance-related compensation, the latter only being paid if earnings per share in the previous fiscal year exceed a pre-defined amount. The Management Board and the Supervisory Board have always concluded that such compensation system is oriented towards sustainable growth of the enterprise. However, because not including a multi-year assessment, there remained uncertainty whether the compensation system fully satisfied all formal requirements of Section 5.4.6.
2. As proposed by the Management Board and the Supervisory Board, the Annual General Meeting of Infineon Technologies AG on February 16, 2016 has resolved to change Article 11 of the Articles of Association regarding the compensation of the members of the Supervisory Board. Amongst others, the variable compensation element was completely removed. Members of the Supervisory Board now only receive a fixed compensation, this already being valid for the fiscal year having started on October 1, 2015. The change of Article 11 has been registered with the commercial register on March 2, 2016 and has thus become effective. Therefore, the company complies with all applicable recommendations since then and will continue to do so in future.

Neubiberg, March 2016

Supervisory Board of Infineon Technologies AG:

Wolfgang Mayrhuber  
(Chairman of the Supervisory Board)

Management Board of Infineon Technologies AG:

Dr. Reinhard Ploss  
(CEO)

Dominik Asam

Arunjai Mittal

Il faut certainement voir dans cette pratique d'actualisation continue des déclarations de gouvernance l'effet des dispositions du § 161 (2) de la loi allemande sur les sociétés par actions, qui énonce que la déclaration de gouvernance doit être continuellement disponible sur le site internet de la société.

Outre le souci dont témoignent les sociétés allemandes d'actualiser avec réactivité leurs déclarations, elles montrent également une grande prudence dans l'interprétation de leur conformité ou non-conformité. En cas d'ambiguïté relative au contenu d'une recommandation, et vu l'absence en Allemagne d'organisme équivalent au HCGE français, lequel joue un rôle uniformisateur dans l'interprétation des recommandations du code AFEP-MEDEF, elles préfèrent le plus souvent, et à titre de « précaution », se déclarer non-conformes. Leur souci de ne pas être prises en défaut sur une non-conformité non-déclarée, quitte à reléguer leur propre interprétation du code, est tout à fait spectaculaire, et ne trouve pas d'équivalent, selon nos observations, en France et au Royaume-Uni. Nous ne citerons qu'un exemple parmi de nombreux croisés :



## Declaration of Conformity 2014

The Management Board and Supervisory Board of Deutsche Bank AG state pursuant to section 161 German Stock Corporation Act (AktG):

1. The last Declaration of Conformity was issued on October 29, 2013. Since then Deutsche Bank AG has complied with the recommendations of the "Government Commission's German Corporate Governance Code" in the version dated May 13, 2013, published in the Bundesanzeiger on June 10, 2013, with the following exceptions:

The Code recommends in No. 4.2.3 (2) sentence 6 that the amount of compensation for the Management Board members is to be capped, both overall and with regard to variable compensation components. The existing employment contracts (in conjunction with equity plan conditions) of the Management Board members provide for a limit (cap) in the awarding of total compensation and their variable compensation components. In this context, some hold the view that such limits would have to apply not only to the granting and awarding of the compensation components but also to their later payout. Although Deutsche Bank AG does not consider this view to be convincing, we state merely as a precautionary measure that a limit (cap) has not been set for the payout amount of the deferred equity-based compensation and that therefore Deutsche Bank AG has not complied with the recommendation in No. 4.2.3 (2) sentence 6 according to this interpretation.

La pratique allemande présente également certains avantages en termes d'accessibilité à l'information. Les déclarations de gouvernance allemandes sont ainsi directement disponibles à partir du site de l'autorité allemande responsable de l'élaboration du code allemand de gouvernance, la *Regierungskommission Deutscher Governance Kodex*<sup>402</sup>. Ce site renvoie directement vers la page du site institutionnel de la société comportant un historique desdites déclarations ainsi que la déclaration en cours. Cette facilité technique d'accès n'est rendue possible que dans la mesure où les sociétés isolent leur déclaration de gouvernance dans un document unique de quelques pages tout au plus. Là encore, alors que le code allemand de gouvernance ne requiert pas un tel formalisme, il faut probablement y voir un effet des dispositions du § 161 (2) de la loi allemande sur les sociétés par actions, qui évoque la mise à disposition de « la déclaration » sur le site de la société. En comparaison, les pratiques françaises et surtout anglaises nous ont semblé moins efficaces. Pour ces dernières, aucune préconisation ne figure dans la loi ou le code de gouvernance quant à la présentation de la déclaration de gouvernance ; celle-ci consiste alors en quelques phrases ou paragraphes inclus au sein du rapport annuel de la société, les explications aux cas de non-conformité pouvant parfois être ventilées dans différents endroits de ce rapport auxquels il est renvoyé. C'est précisément la situation qui avait cours en France avant la réforme du code de 2013 ; mais depuis, la recommandation faite par le Code AFEP-MEDEF (point 27.1) de recourir à un tableau pour synthétiser les explications de non-conformité facilite grandement la lecture et la prise de contact avec la gouvernance d'entreprise de la société. La lisibilité des déclarations de gouvernance françaises a été rendue bien plus confortable avec l'apparition d'un tel tableau spécifique. Toutefois, tout comme s'agissant des déclarations britanniques, l'information demeure fondue dans un document de référence ou un rapport annuel fréquemment composé de plusieurs centaines de pages, dont des dizaines consacrées à la présentation, sur un mode narratif, de la gouvernance de la société. Il convient alors, de sorte à isoler précisément et rapidement la déclaration de gouvernance dans cette masse d'informations, de procéder au sein de ces documents à une recherche numérique par mots clefs (la saisie du nom des

---

<sup>402</sup> <http://www.dcgk.de/en/>

codes de gouvernance est efficace à ce titre), les seuls sommaires étant bien souvent insuffisamment explicites et détaillés. Durant notre travail de dépouillement, il nous est apparu qu'un alignement des méthodes de communication des déclarations de gouvernance sur le modèle allemand aurait été utile. Il s'agirait alors de demander aux sociétés de fournir une déclaration de gouvernance détachable de l'ensemble du document de référence, publiée et archivée sur son site institutionnel ; ce faisant, il serait loisible au HCGE par exemple de se doter d'un site internet centralisant les liens vers l'historique des déclarations des sociétés françaises.

### 3) Retour d'expérience de M. Ammar Sharkatli, professeur associé à l'EDHEC

Notre travail de dépouillement a porté sur un échantillon de 10 sociétés françaises appartenant à l'indice SBF 120, 10 sociétés britanniques appartenant à l'indice FTSE 100, 5 sociétés allemandes composant l'indice DAX 30 et 9 sociétés, également allemandes, composant l'indice DAX 50. La collecte de données a été menée sur 5 exercices consécutifs, de 2011 à 2015. On peut constater un progrès dans l'application du principe de *comply or explain*, les déclarations de gouvernance s'étant avérées au fil du temps des exercices mieux maîtrisés, ne serait-ce qu'en France. Des remarques spécifiques peuvent néanmoins être émises concernant la présentation des déclarations de gouvernance, les taux de conformité ainsi que les explications fournies en cas de non-conformité.

#### - Les modalités de présentation des déclarations

La lecture des documents de référence des sociétés françaises s'avère aisée, et ce grâce aux recommandations du code AFEP-MEDEF (Code Afep-Medef, 2015, art. 27.1) et de l'AMF (Recommandation AMF n° 2012-02, § 1.1.1, p. 3), consistant à indiquer dans une rubrique ou un tableau spécifique les recommandations que l'émetteur n'applique pas et les explications afférentes. Le tableau établi par presque toutes les sociétés, à partir de 2013, facilite grandement le travail et permet de trouver rapidement les dispositifs écartés. À notre sens, le modèle formel français est assez clair et suffisant en limitant ses préconisations à un tel tableau synthétique. Seule une société de notre échantillon n'a pas produit ce tableau d'explication synthétique.

Pour les sociétés allemandes de notre échantillon, la déclaration prend forme dans un document séparé du rapport annuel, alors même que cette séparation ne semble requise par aucun texte. Par ailleurs, l'accès à l'information est très simple puisque les déclarations de gouvernance en Allemagne sont centralisées sur le site internet de *la Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*, autorité en charge de la rédaction du code de gouvernement d'entreprise.

Quant aux sociétés britanniques, la tâche de dépouillement est moins aisée. En effet, on peut déjà parfois rencontrer des difficultés à trouver le rapport annuel sur le site institutionnel de l'émetteur, si bien que l'interrogation d'un moteur de recherche généraliste a pu s'avérer plus fructueuse... En outre, ni tableau récapitulatif dans le rapport annuel, ni déclaration singularisée dans un document spécifique, n'aident à la collecte des données britanniques. Il faut alors opérer une recherche de la déclaration de gouvernance dans l'intégralité du rapport annuel, déclaration pouvant recevoir différentes appellations : « *statement of compliance* », « *compliance statement* », « *compliance with the UK Corporate Governance Code* »... La collecte des données a donc été plus difficile pour le Royaume-Uni.

#### - Les taux de conformité

Sans surprise, les taux de conformité aux codes de gouvernement d'entreprise sont assez élevés dans les trois pays de notre échantillon. Ce résultat est systématiquement constaté par les régulateurs et par la doctrine.

Les taux de conformité les plus importants s'observent au Royaume-Uni, y compris s'agissant de conformité intégrale au code (« *full compliance* »). Si cela peut s'expliquer par le fait que le code



britannique de gouvernement d'entreprise nous a semblé moins détaillé et moins exigeant par rapport aux codes français et allemands, ces taux semblent néanmoins étonnants dans un pays où la doctrine préconise, depuis plusieurs années, davantage d'explications relatives à l'adaptation des bonnes pratiques recommandées par le *UK corporate governance code*, que de déclarations mécaniques de conformité (effet « *box-ticking* ») : « *do not comply but just explain* » (Becht (M.), « *Comply or just explain?* », in Financial Reporting Council, *Comply or Explain: 20th anniversary of the UK corporate governance code*, Publication de FRC 2012, p. 11).

En France, une seule société de notre échantillon s'est déclarée intégralement conforme en 2015 contre deux sociétés en Allemagne pour la même année. Il n'en demeure pas moins que les déviations déclarées par les autres sociétés ne sont pas nombreuses et que les taux de conformité restent très importants. Notre échantillon français ne témoigne pas de l'existence d'une recommandation en particulier qui serait moins respectée que les autres. En revanche, en Allemagne, est écartée par un tiers des sociétés la recommandation relative à la nécessité pour le conseil de surveillance de préciser des objectifs concrets quant à sa composition (art. 5.4.1 du code allemand).

Parfois, la non-conformité des sociétés allemandes est due simplement à l'hésitation sur l'interprétation qu'il convient de donner à une recommandation. Cette situation montre l'importance d'élaborer des recommandations claires et précises, et met en avant toute l'utilité d'une autorité chargée de l'interprétation du contenu du code de gouvernance, à l'image du HCGE en France. Dans de tels cas d'incertitudes entourant le sens à donner à une recommandation, la société allemande préférera se déclarer *non compliant*, mettant ainsi en œuvre une sorte de principe de précaution très révélateur. En effet, cette réaction témoigne à notre sens du refus de l'entreprise d'outre-Rhin de se lover dans la facilité d'une communication avantageuse pour elle. L'impression, voire l'intuition qui est la nôtre, au sortir de la lecture de ces quelque 150 déclarations de gouvernance, est celle d'une relative opposition de cultures capitalistiques entre les sociétés cotées britanniques, plus promotionnelles dans leur application du *comply or explain*, et les sociétés allemandes, plus rigoureuses (rigoristes ?). C'est comme si les sociétés allemandes étaient convaincues de s'exposer à un risque juridique lorsqu'elles communiquent sur leur gouvernance, ce qui implique de leur part une grande précaution déclarative ; en comparaison, les sociétés britanniques seraient davantage soucieuses de mettre en avant leurs bonnes pratiques de gouvernance, conformes aux préconisations du *UK code*, convaincues qu'elles seraient de s'exposer à un risque de réputation bien davantage qu'à un risque juridique.

#### - Les explications fournies en cas de non-conformité

La pertinence des explications en cas de non-conformité est traditionnellement considérée comme déterminante dans l'évaluation de la gouvernance propre à l'entreprise ; elle renforce les possibilités d'un dialogue entre les parties prenantes tout comme elle permet, notamment aux investisseurs, de prendre des décisions en connaissance de cause. Cependant, la lecture des documents de référence et rapports des sociétés françaises, allemandes et britanniques, conduit à conclure que les explications sont encore assez souvent stéréotypées, même si une amélioration de la qualité globale des justifications, tant par leur ampleur que par leur pédagogie, peut s'observer sur les 5 années de dépouillement. Nous avons également été amenés à relever, rarement il est vrai, des déclarations de conformité non corroborées par les pratiques décrites sur un mode narratif par la société.

L'absence ou plus fréquemment la mauvaise qualité des explications a souvent été dénoncée par les régulateurs, tandis que la Commission européenne, dans sa recommandation du 9 avril 2014, a produit des efforts manifestes pour définir ce qu'était une bonne explication. L'attention ne doit pas être relâchée sur cet objectif global d'amélioration de la qualité des explications fournies. A cette fin, les différentes autorités de contrôle pourraient concevoir des outils de vigilance, comme dans l'exemple belge rapporté récemment par l'AMF : « le rapport de 2014 de Guberna et de la FEB (Belgique) consacre un chapitre entier à « *l'analyse des 'explains'* » et tente d'analyser la qualité des explications en les classant en cinq catégories sur le fondement notamment de la typologie du RiskMetrics Group

» (AMF, *Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans 10 pays européens*, 30 Mars 2016, spéc. p. 25). De telles initiatives permettent de construire des instruments d'observation de l'application du *comply or explain*, ce qui est un moyen d'apprécier le fonctionnement effectif de ce dispositif de transparence ; mais qu'on se garde de fonder des attentes supplémentaires à l'égard de ce genre de mesures, en particulier s'agissant du contrôle de l'effectivité ou de la véracité des déclarations qui demeure bien illusoire pour les tiers à l'entreprise.

### **C/ Résultats statistiques**

Ci-après, sont présentés les résultats statistiques du dépouillement, lesquels fournissent des indications intéressantes quant au comportement déclaratif des sociétés de nos échantillons français, allemand et britannique, au cours de notre période de référence. Attention, ces résultats ne sauraient en aucun cas être confondus avec les régressions présentées ultérieurement, qui seules permettent de traiter l'hypothèse de dépendance des variables de gouvernance à des variables explicatives structurelles et conjoncturelles caractérisant l'entreprise.

De sorte à ne pas produire une masse trop importante de données statistiques, ne seront rapportées, pour chaque pays, que l'état global de conformité des sociétés (1), l'importance de chaque variable de gouvernance sur une échelle de non-conformité (2), et les nombres de cas non-conformité déclarés par entreprises (3).

#### *1) Niveaux de conformité totale ou partielle des sociétés*

Rappel :

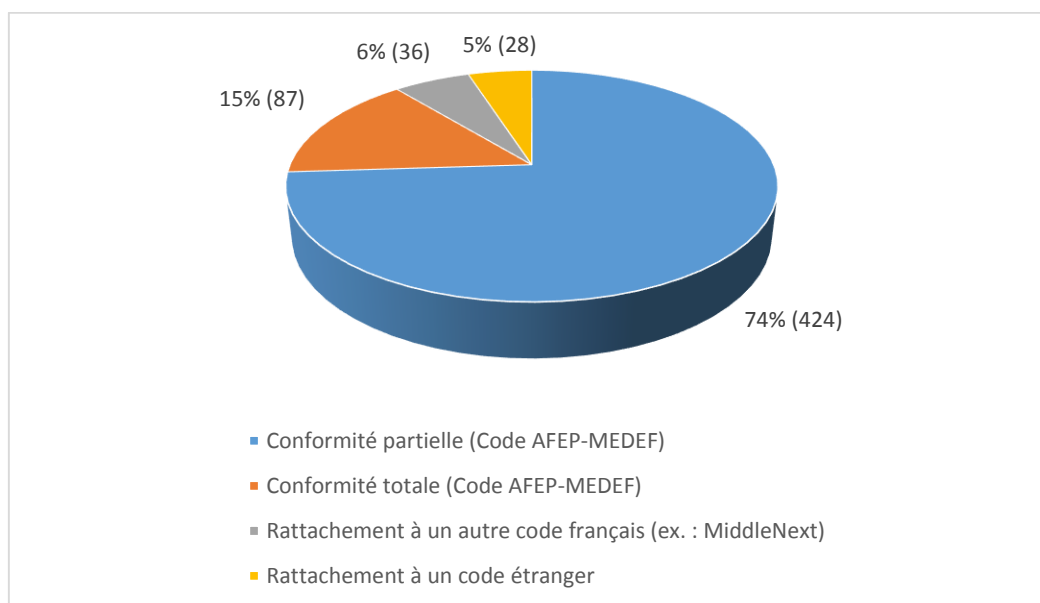
En France, le rattachement au code AFEP-MEDEF n'est pas obligatoire, les sociétés pouvant élire à titre de référentiel de rattachement d'autres codes émanant d'organisations représentatives des entreprises (ex : code MiddleNext), voire leur code domestique si elles ne sont pas françaises.

En Allemagne et au Royaume-Uni, un seul code national de rattachement existe, le *Deutscher Corporate Governance Kodex* et le *UK Corporate Governance Code*. Au Royaume-Uni, le rattachement au *UK Corporate Governance Code* est devenu obligatoire par l'effet d'une réforme de 2010, tandis qu'en Allemagne, une société non-résidente peut choisir de se rattacher à son code domestique.

## Etat des déclarations de gouvernance émises en France par les sociétés du SBF 120<sup>a</sup>, sur les exercices 2011 à 2015

(% moyen arrondi et volume de déclarations sur la période)

a : composition de l'indice figée au 23 novembre 2015

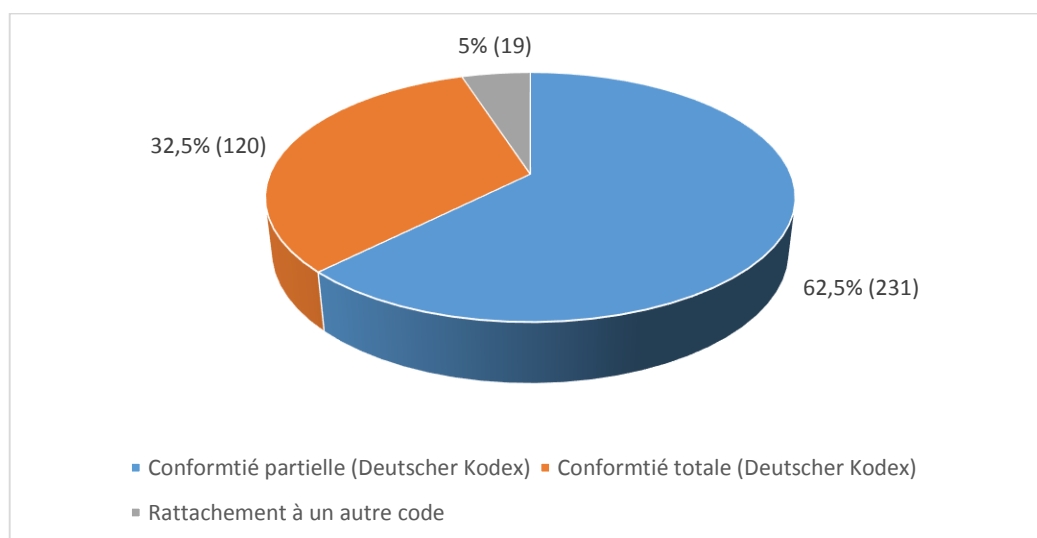


Lecture : de 2011 à 2015, 15 % des déclarations de gouvernance des sociétés du SBF 120 ont été des déclarations de conformité totale au code AFEP-MEDEF, soit un volume de 87 déclarations.

## Etat des déclarations de gouvernance émises en Allemagne par les sociétés du DAX 30 et MDAX 50<sup>a</sup>, sur les exercices 2011 à 2015

(% moyen arrondi et volume de déclarations sur la période)

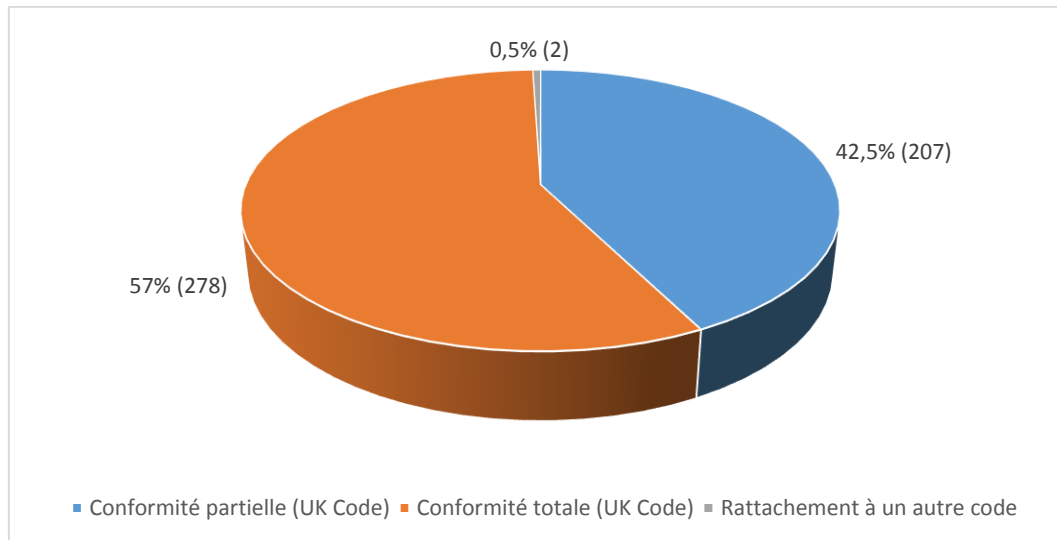
a : composition de l'indice figée au 4 juillet 2016



Lecture : de 2011 à 2015, 62,5 % des déclarations de gouvernance des sociétés du DAX 30 et MDAX 50 ont été des déclarations de conformité partielle au *Deutscher Corporate Governance Kodex*, soit un volume de 231 déclarations.

**Etat des déclarations de gouvernance émises au Royaume-Uni par les sociétés du FTSE 100<sup>a</sup>, sur les exercices 2011 à 2015**  
**(% moyen arrondi et volume de déclarations sur la période)**

*a : composition de l'indice figée au 15 février 2016*



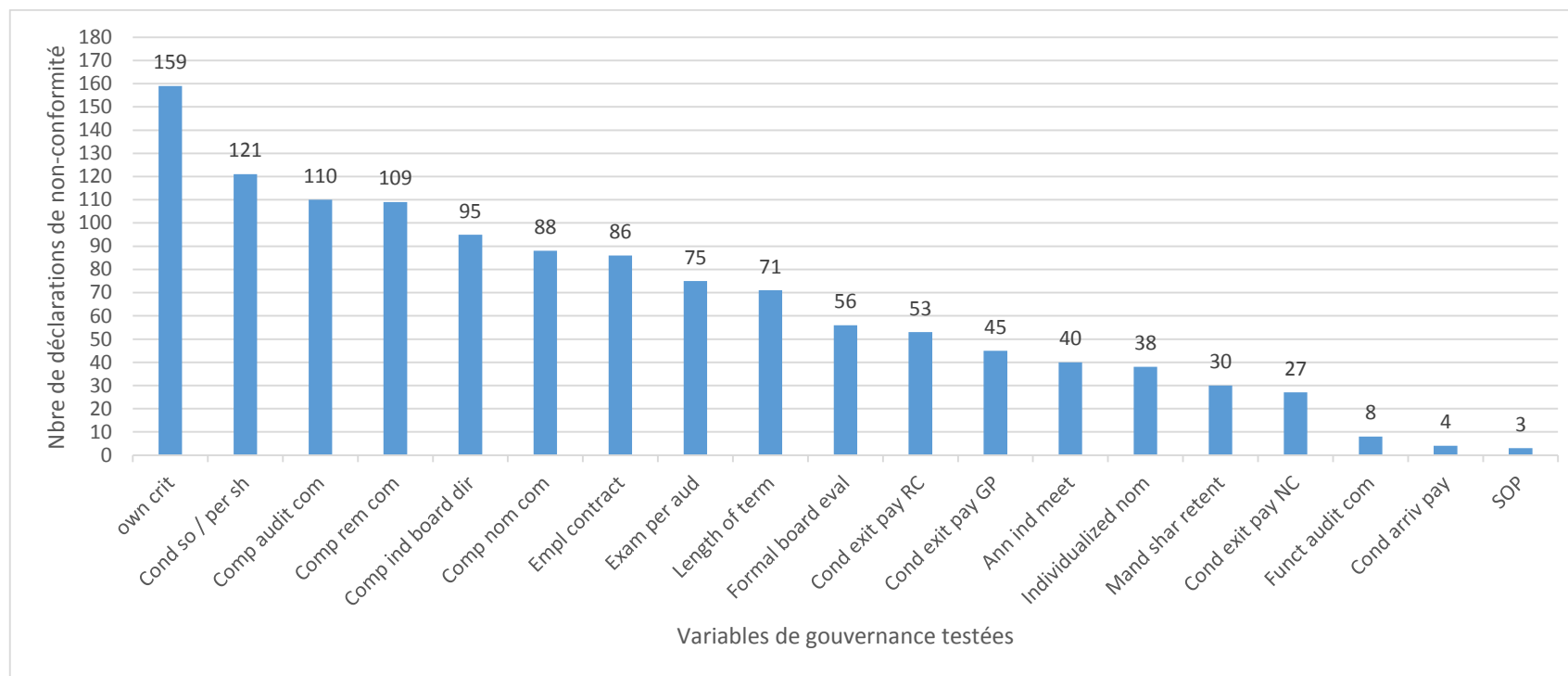
Lecture : de 2011 à 2015, 57 % des déclarations de gouvernance des sociétés du FTSE 100 ont été des déclarations de conformité totale au *UK Corporate Governance Code*, soit un volume de 278 déclarations.

2) Niveaux de non-conformité des sociétés aux variables de gouvernance

**Déclarations de non-conformité par variables de gouvernance du code AFEP-MEDEF testées, émises en France par les sociétés du SBF 120 <sup>a</sup>, sur les exercices 2011 à 2015 (en volume de déclarations sur la période)<sup>b</sup>**

*a : composition de l'indice figée au 23 novembre 2015*

*b : pour le détail année par année, v. tableau figurant en annexe 5*

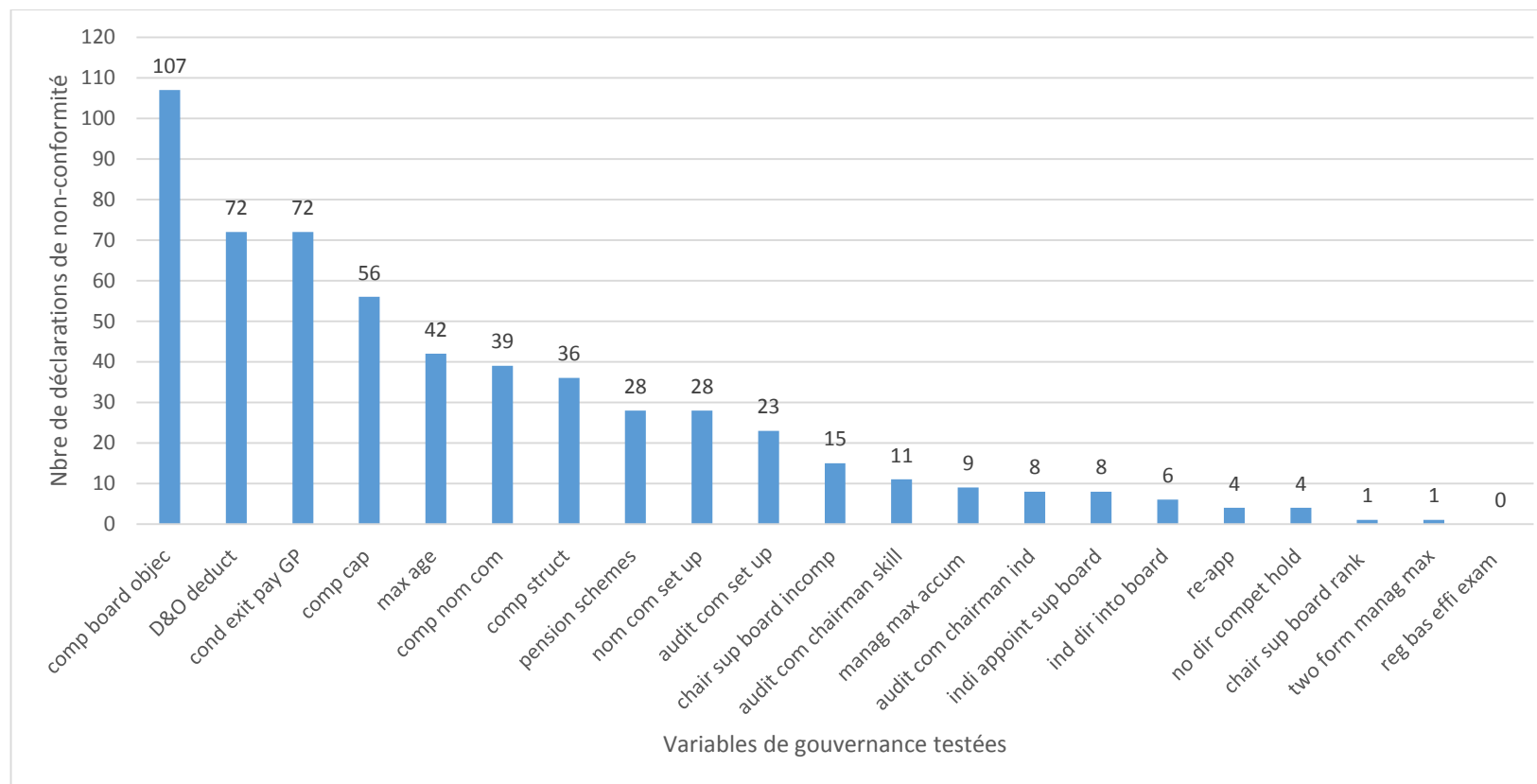


Lecture : de 2011 à 2015, 86 cas de non-conformité à la recommandation *Empl contract* figurant au code AFEP-MEDEF (interdiction de cumul d'un mandat social et d'un contrat de travail) ont été déclarés par les sociétés du SBF 120.

**Déclarations de non-conformité par variables de gouvernance du *Deutscher Corporate Governance Kodex* testées, émises en Allemagne par les sociétés du DAX 30 et MDAX 50<sup>a</sup>, sur les exercices 2011 à 2015 (en volume de déclarations sur la période)<sup>b</sup>**

*a : composition de l'indice figée au 4 juillet 2016*

*b : pour le détail année par année, v. tableau figurant en annexe 5*

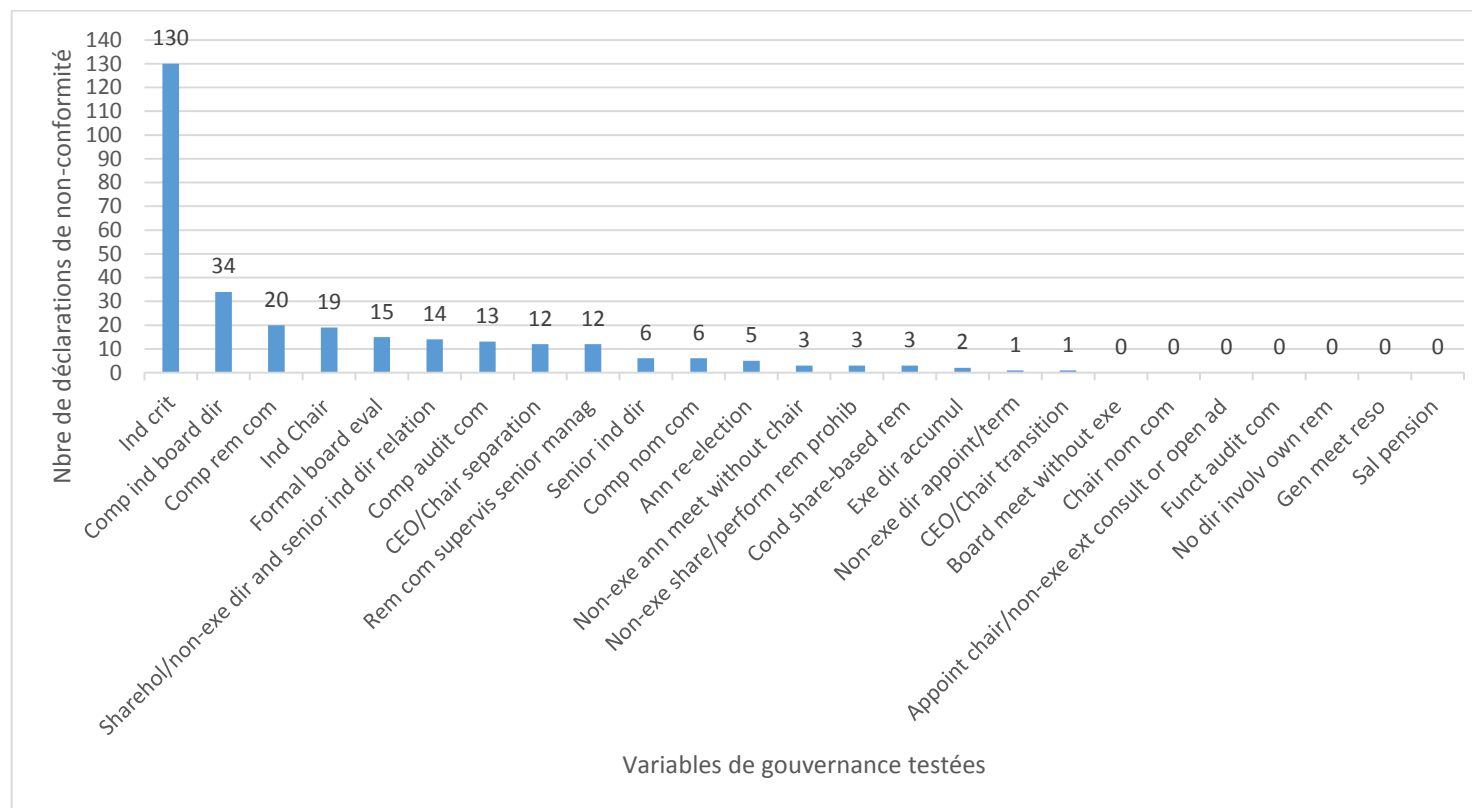


Lecture : de 2011 à 2015, 15 cas de non-conformité à la recommandation *chair sup board incom* figurant au *Deutscher Corporate Governance Kodex* (interdiction de cumul de la présidence du conseil de surveillance et de la présidence du comité d'audit) ont été déclarés par les sociétés du DAX 30 et du MDAX 50.

## Déclarations de non-conformité par variables de gouvernance du *UK Corporate Governance Code* testées, émises au Royaume-Uni par les sociétés du FTSE 100<sup>a</sup>, sur les exercices 2011 à 2015 (en volume de déclarations sur la période)<sup>b</sup>

*a* : composition de l'indice figée au 15 février 2016

*b* : pour le détail année par année, v. tableau figurant en annexe 5

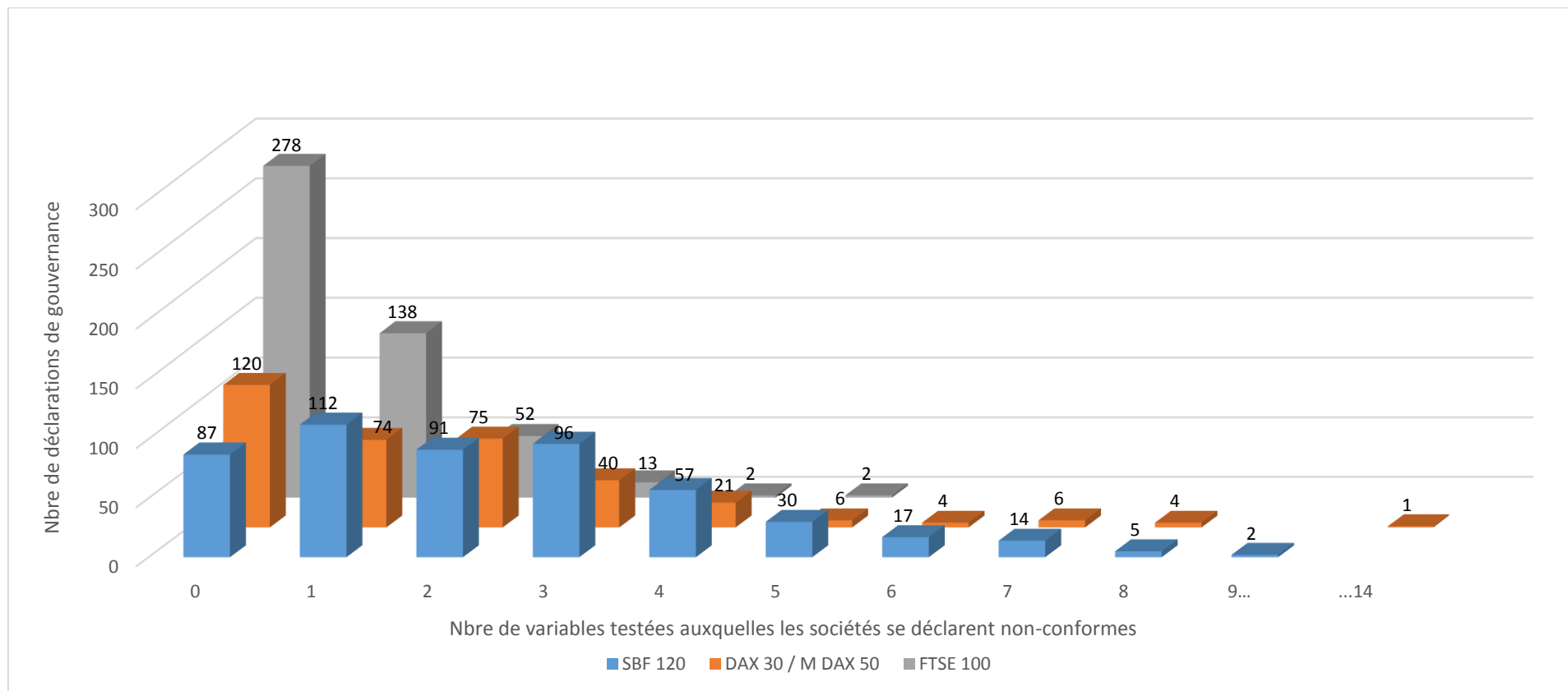


Lecture : de 2011 à 2015, 34 cas de non-conformité à la recommandation *Comp ind board dir* figurant au *UK Corporate Governance Code* (le conseil d'administration devrait comprendre, à l'exclusion du président, au moins une moitié de membres non-exécutifs qualifiés d'indépendants par la société) ont été déclarés par les sociétés du FTSE 100.

3) Nombre de variables de gouvernance auxquelles les sociétés se déclarent non-conformes

**Répartition des déclarations de gouvernance des sociétés du SBF 120<sup>a</sup>, du DAX 30 et MDAX 50<sup>b</sup>, et du FTSE 100<sup>c</sup>, en fonction du nombre de variables de gouvernance testées du code AFEP –MEDEF, du *Deutscher Corporate Governance Kodex* et du *UK Corporate Governance Code*, auxquelles respectivement les sociétés se déclarent non-conformes, sur les exercices 2011 à 2015 (en volume de déclarations)**

a : composition de l'indice figée au 23 novembre 2015 ; b : composition de l'indice figée au 4 juillet 2016 ; c : composition de l'indice figée au 15 février 2016



Lecture : de 2011 à 2015, 4 déclarations de gouvernance de sociétés composant les indices allemands DAX 30 / MDAX 50 ont exposé leur non-conformité à 6 recommandations contenues dans le *Deutscher Corporate Governance Kodex* et testées dans la présente étude.



## ***II : Analyse économétrique***

La conformité aux principes énoncés dans les codes de gouvernance peut constituer, pour les entreprises, un levier important de réputation permettant de renforcer la confiance des investisseurs. Cette réflexion amène donc à développer l'hypothèse principale de cette recherche, consistant à dire que les déclarations de gouvernance pourraient être influencées par cet objectif d'améliorer ou de maintenir leur image vis-à-vis des destinataires de l'information. De multiples sous-hypothèses peuvent découler de cette supposition. Ainsi, les entreprises affichant de faibles performances économiques et financières auraient tendance à se conformer davantage aux recommandations des codes de bonne conduite pour rassurer les investisseurs ; à l'inverse, les entreprises réalisant de bonnes performances seraient moins incitées à se conformer car les investisseurs seraient déjà rassurés à travers les performances réalisées. De même, il est possible de subodorer que diverses caractéristiques structurelles de l'entreprise pourraient impacter la façon de concevoir les déclarations de gouvernance ; par exemple, la structure du capital, allant de la présence d'un actionnaire majoritaire jusqu'à la forte présence d'investisseurs institutionnels en passant par une importante proportion d'actionnaires salariés, ne serait-elle pas en mesure d'impacter la façon dont la société entendrait se positionner vis-à-vis d'un code de gouvernance ?

Performance et structure, voilà donc les deux champs de variables qui pourraient permettre d'expliquer les niveaux de conformité et de non-conformité déclarées par les entreprises. La démarche économétrique de régression logistique qui sera la nôtre permettra d'identifier, si elles existent, des corrélations significatives entre les déclarations de gouvernance (variables « dépendantes » ou « expliquées »), et les performances et caractéristiques structurelles de l'entreprise (variable « indépendantes » ou « explicatives »). L'objet de cette phase de recherche est de vérifier l'adaptation de la communication de l'entreprise en matière de gouvernance à ses caractéristiques conjoncturelles et structurelles ; c'est en ce sens qu'avait pu être évoquée, dès la soumission du projet de recherche, la possibilité d'une « gouvernance des valeurs », témoignant elle-même que la communication de la société demeurerait dans le sillage de sa performance et de sa structure.

Sera dans un premier temps présentée la méthodologie de l'analyse s'appuyant sur l'élaboration de méta-variables (A), puis dans un second temps l'étude économétrique proprement dite (B).

### **A/ Méthodologie de recherche et description des méta-variables**

La conception d'un modèle économétrique permettant de satisfaire l'objet de cette recherche nécessite au préalable de définir certaines spécifications relatives aux choix des variables pouvant refléter fidèlement le phénomène étudié. Il s'agit de définir des variables relatives aux déclarations de gouvernance (1), et également des variables de performance et de structure dont on peut raisonnablement supposer qu'elles ont un impact sur le comportement déclaratif des entreprises en matière de gouvernance (2).

#### *1) Définition et description des méta-variables dépendantes liées aux déclarations de gouvernance*

Les déclarations de gouvernance sont traditionnellement communiquées de manière littérale dans les documents de référence émis chaque année par les entreprises. Ces déclarations constituent, pour la présente étude, une véritable matière première. Cependant, le caractère littéral des informations contenues dans ces documents de référence ne permet pas de procéder directement à des traitements économétriques. Il était nécessaire d'opérer au préalable, un codage des informations communiquées afin de transformer les écrits en des variables numériques (quantitatives) pouvant être exploitées et

intégrées dans un modèle de régression économétrique<sup>403</sup>. A cette fin, fut entrepris un travail de dépouillement et de codage des déclarations de gouvernance des principales entreprises cotées sur le marché français, allemand et britannique entre 2011 et 2015. Un travail qui s'est soldé par l'élaboration d'une base de données exploitable d'un point de vue économétrique et renfermant des variables binaires<sup>404</sup> spécifiques à certaines recommandations prescrites dans les codes de bonne conduite respectifs à chacun des pays étudiés.

Par souci de clarté et afin d'éviter une trop forte granularité des items de gouvernance testés et donc d'aboutir à une spécificité des corrélations qui risquerait de rendre leur analyse inconsistante, au terme d'un choix effectué en fonction de thèmes convergents relevés dans les codes de gouvernance, sans nier la part d'arbitraire de cette démarche, les différentes variables dépendantes constituant la base de données ont été regroupées au sein de "méta-variables" (a). Ces méta-variables dépendantes résultent donc de la fusion de variables dépendantes, laquelle a été opérée en fonction de l'objet ou de la finalité commune des recommandations issues des différents codes de bonne conduite. Dans un souci de simplification des analyses descriptives qui seront menées sur ces méta-variables (b), celles-ci ont été classées en trois grandes thématiques, à savoir : le statut individuel de l'administrateur, la composition et le fonctionnement du conseil et des comités, et le statut individuel des dirigeants et leur rémunération.

a : Elaboration de méta-variables dépendantes liées aux déclarations de gouvernance

➤ Le statut individuel de l'administrateur

Le statut individuel des administrateurs constitue le point central des réflexions relatives à la composition du conseil. Il est de même pour les codes de bonne conduite qui lui attribuent tous un rôle capital et recommandent d'intégrer au sein des conseils une large majorité d'administrateurs indépendants. Les administrateurs indépendants jouissent d'une grande liberté de jugement et sont supposés contribuer à la capacité du conseil à exercer ses missions. En outre, ils luttent contre les phénomènes de complaisance pouvant exister entre les dirigeants et les membres du conseil. Ils sont également censés apporter de nouvelles compétences permettant d'enrichir les débats et d'améliorer les processus de décision (Parrat F. 2014)<sup>405</sup>.

L'importance accordée au statut de l'administrateur a motivé le choix de regrouper sous une seule méta-variable l'ensemble des recommandations favorisant l'indépendance et/ou le renouvellement des administrateurs au conseil (Tableau 1).

**Tableau 1 : Méta-variable - Statut individuel de l'administrateur**

Code	Méta-variable dépendante : Statut individuel de l'administrateur	
	Variables dépendantes fusionnées correspondantes	Justification de la fusion : objet / finalité commune aux variables fusionnées
France	- own crit - Length of term - Individualized nom	Favoriser l'indépendance des administrateurs au conseil
Allemagne	- re-app - no dir compet hold - indi appoint sup board	Favoriser l'indépendance et le renouvellement des administrateurs au conseil
Royaume-Uni	- own crit - Non-exe dir appoint/term - Ann re-election	Favoriser l'indépendance et le renouvellement des administrateurs au conseil

<sup>403</sup> Une régression économétrique est une structure mathématique qui permet de décrire et d'évaluer la relation entre une variable dépendante (y) et une ou plusieurs variables indépendantes (x<sub>i</sub>).

<sup>404</sup> La caractéristique principale d'une variable binaire appelée également variable booléenne ou dichotomique est qu'elle ne peut prendre à un instant donné qu'une des deux valeurs 0 ou 1 (Oui et Non).

<sup>405</sup> Parrat F. (2014), « Théories et pratiques de la gouvernance d'entreprise », Edition Maxima, p. 87.

➤ La composition et le fonctionnement du conseil et des comités

Le conseil d'administration occupe une place prépondérante dans le système de gouvernance des entreprises et fait l'objet de très nombreuses recommandations dans l'ensemble des codes de bonne conduite. Son efficacité dans l'accomplissement de ses missions en tant que garant des intérêts des actionnaires, dépend de sa composition et de son mode de fonctionnement. Ces deux critères ont été retenus dans la présente étude afin d'apprécier les convergences des variables et ont permis de générer cinq méta-variables. Les codes de gouvernance étant différents dans chaque pays, les méta-variables ne sauraient par conséquent être identiques pour la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni. Voici la liste de ces méta-variables relatives à la composition et au fonctionnement du conseil et des comités (Tableau 2).

**Tableau 2 : Méta-variables – Composition et fonctionnement du conseil et des comités**

Méta-variables dépendantes	France (code AFEP/MEDEF)	Allemagne	Royaume-Uni	Finalité commune aux variables fusionnées
Composition du conseil et des comités	.Comp ind board dir .Comp audit com .Comp nom com .Comp rem com	.chair sup board rank .chair sup board incomp .audit com chairman ind .comp nom com .comp board objec .ind dir into board .two form manag max	.Comp ind board dir .CEO/chair separation .CE/chair transition .Ind chair .Senior ind dir .Comp nom com .Chair nom com .Comp audit com .Comp rem com	Favoriser l'indépendance du conseil et des comités
Fonctionnement du conseil	.Formal board eval Ann ind meet			Favoriser l'exercice indépendant et efficace des fonctions du conseil
Existence et fonctionnement des comités		.audit com set up .audit com chairman skill .nom com set up		Instaurer un comité d'audit et de nomination pour spécialiser l'expertise du conseil
Fonctionnement du comité d'audit	.Funct audit com .Exam per aud			Favoriser l'exercice efficace des fonctions du comité d'audit
Fonctionnement du conseil et des comités			.Board meet without exe .Non-exe ann meet without chair .Appoint chair/non-exe ext consult or open ad .Formal board eval .Funct audit com .No dir involv own rem .Sharehol/non-exe dir and senior ind dir relation	Favoriser l'exercice indépendant et efficace des fonctions du conseil et des comités

➤ Le statut individuel des dirigeants et leur rémunération

Le statut individuel des dirigeants et leur rémunération sont au cœur de la théorie d'agence qui cherche à analyser les possibilités d'alignement des intérêts du haut management sur ceux des actionnaires. À cette fin, les « *packages* » de rémunération peuvent avoir pour objectif d'attirer et retenir les meilleurs dirigeants afin d'améliorer de façon optimale la performance de l'entreprise et par conséquent, valoriser les intérêts des actionnaires. Partant de l'analyse des recommandations des codes de bonne conduite, cinq méta-variables relatives au statut individuel des dirigeants et à leur rémunération ont été retenues. A l'image des méta-variables relatives à la composition et au fonctionnement du conseil d'administration et des comités, celles relatives au statut et à la rémunération des dirigeants ne peuvent être identiques pour tous les pays analysés en raison de la différence de contenu de leurs codes de gouvernance ; voici la liste de ces méta-variables (Tableau 3).

**Tableau 3 : Méta-variables - Statut individuel des dirigeants et leur rémunération**

Méta-variables dépendantes	France	Allemagne	Royaume-Uni	Finalité commune aux variables fusionnées
Age des dirigeants		.max age		Limiter l'âge maximal des dirigeants exécutifs
Statut individuel du dirigeant	.Empl contract .Cond exit pay RC	.pension schemes .D&O deduct		Limiter les avantages et privilèges individuels des dirigeants
Rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions	.Cond arriv pay .Cond exit pay GP .Cond exit pay NC			Encadrer les avantages destinés à lutter contre l'enracinement et à attirer les meilleurs profils
Rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions		.cond exit pay GP		Encadrer les avantages destinés à lutter contre l'enracinement des dirigeants
Rémunération courante des dirigeants		.comp cap .comp struct		Encadrement du montant des rémunérations monétaires fixes et variables des dirigeants
Rémunération des dirigeants en actions	.Cond so / per sh .Mand shar retent		.Cond share-based rem	Préserver une communauté d'intérêts avec les actionnaires et les marchés

b : Analyse statistique descriptive des méta-variables dépendantes liées aux déclarations de gouvernance

Comme énoncé précédemment, le dépouillement des documents de référence des entreprises retenues dans l'échantillon a permis de générer des variables dépendantes binaires prenant la valeur (1) en cas de conformité déclarée à une recommandation donnée, ou (0) en cas de non-conformité. Ces variables ont été par la suite classées et regroupées en fonction de leur finalité commune au sein d'une douzaine de méta-variables. D'un point de vue méthodologique, le codage de méta-variables s'est opéré comme suit : chaque méta-variable a été considérée comme étant une seule variable

binaire autonome prenant la valeur (1) en cas de conformité à l'ensemble des recommandations de gouvernance la constituant, et prenant la valeur (0) à défaut de conformité totale. Figurent ci-après les statistiques descriptives de la conformité aux méta-variables<sup>406</sup>.

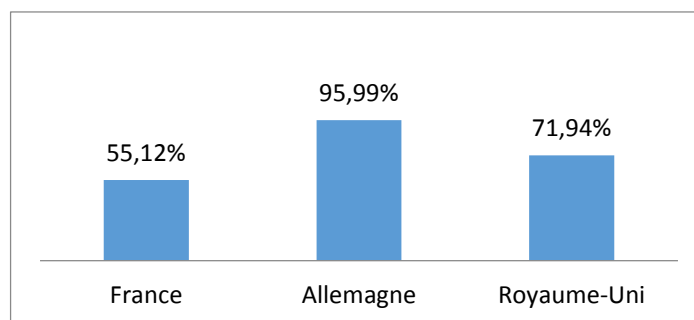
➤ Statistiques descriptives relatives au statut individuel de l'administrateur

La méta-variable relative au statut individuel de l'administrateur reflète la conformité à l'ensemble des recommandations issues des codes de bonne conduite et favorisant l'indépendance des administrateurs au conseil pour la France ou l'indépendance et le renouvellement des administrateurs au conseil pour l'Allemagne et le Royaume-Uni. Les résultats en pourcentage du nombre des déclarations de gouvernance qui ne mentionnent aucun écart à cette méta-variable (Tableau 4), montre un très fort taux pour les entreprises allemandes, oscillant de 92,86% à 98,68% sur les exercices 2011 à 2015. Les entreprises britanniques occupent une place intermédiaire avec des taux qui varient entre 69,39% et 74% sur la même période. Enfin les entreprises françaises affichent les plus faibles taux de conformité sur cette méta-variable au cours de la même période : de 52,94% à 62,50%.

**Tableau 4 : Pourcentage des entreprises déclarant une conformité totale à l'ensemble des recommandations constituant la méta-variable relative au statut individuel de l'administrateur**

Pays	2011	2012	2013	2014	2015	Moyenne [2011-2015]
France	52,94%	48,00%	54,46%	57,69%	62,50%	55,12%
Allemagne	98,46%	94,12%	92,86%	95,83%	98,68%	95,99%
Royaume-Uni	71,28%	71,58%	69,39%	73,47%	74,00%	71,94%

**(%) des entreprises déclarant une conformité totale à l'ensemble des recommandations composant la méta-variable relative au statut individuel de l'administrateur**



➤ Statistiques descriptives relatives à la composition et au fonctionnement du conseil et des comités

L'analyse des proportions des entreprises se déclarant complètement conformes aux variables relatives à la composition et au fonctionnement du conseil et de ses comités (Tableau 5) fait ressortir les remarques suivantes :

- En premier lieu, les entreprises britanniques montrent les plus hauts taux de conformité aux recommandations relatives à la composition du conseil et des comités (80,75% en moyenne des entreprises se déclarent conformes), traduisant ainsi une forte volonté de favoriser l'indépendance de ces derniers. Les entreprises allemandes affichent un taux de conformité moyen de 60,47 %, occupant une place intermédiaire, suivies par les entreprises françaises

<sup>406</sup> Pour une description de la conformité aux méta-variables, pays par pays, et en volume de déclarations, v. annexe 6.

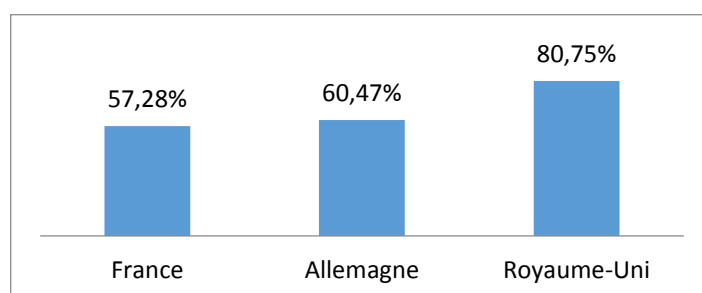
avec un taux de 57,28%. Toutefois, pour la France, ce dernier taux est rééquilibré par celui relatif au fonctionnement du conseil, lequel s'élève à 83,05%, ce qui laisse supposer une certaine volonté de celles-ci à témoigner auprès des investisseurs de l'efficacité et de l'indépendance du conseil dans l'exercice de ses fonctions.

- Ensuite, d'une manière générale, les taux de conformité relatifs aux comités sont assez forts dans l'ensemble des entreprises des trois pays de l'échantillon. On observe pour les entreprises allemandes un taux de 86,12% signifiant une forte conformité aux recommandations relatives au comité d'audit et au comité de nomination. Il en est de même pour les entreprises françaises qui affichent un taux de conformité de 84,41% aux recommandations relatives au fonctionnement du comité d'audit. Enfin, les entreprises britanniques, avec un taux de conformité de 94,01%, montrent une très forte volonté à favoriser l'exercice indépendant et efficace des fonctions du conseil et des comités.

**Tableau 5 : Pourcentage des entreprises déclarant une conformité totale aux méta-variables relatives à la composition et au fonctionnement du conseil et des comités**

Méta-variables	Pays	2011	2012	2013	2014	2015	Moyenne [2011-2015]
Composition du conseil et des comités	France	55,88%	53,00%	53,47%	56,73%	67,31%	57,28%
	Allemagne	70,77%	63,24%	60,00%	58,33%	50,00%	60,47%
	Royaume-Uni	74,47%	78,95%	84,69%	81,63%	84,00%	80,75%
Fonctionnement du conseil	France	91,18%	90,00%	80,20%	74,04%	79,81%	83,05%
Existence et fonctionnement des comités	Allemagne	89,23%	88,24%	84,29%	83,33%	85,53%	86,12%
Fonctionnement du comité d'audit	France	91,18%	88,00%	85,15%	78,85%	78,85%	84,41%
Fonctionnement du conseil et des comités	Royaume-Uni	93,62%	93,68%	94,90%	92,86%	95,00%	94,01%

**(%) des entreprises se déclarant conformes à la méta-variable relative à la composition du conseil et des comités**



➤ Statistiques descriptives relatives au statut individuel des dirigeants et à leur rémunération  
La conformité des entreprises aux recommandations relatives au statut des dirigeants et à leur rémunération est d'une manière générale assez forte dans l'ensemble des pays de l'échantillon (Tableau 6). Toutefois, on remarque qu'il subsiste une certaine disparité au niveau des déclarations de conformité en fonction des objectifs édictés dans les différents codes de bonne conduite.

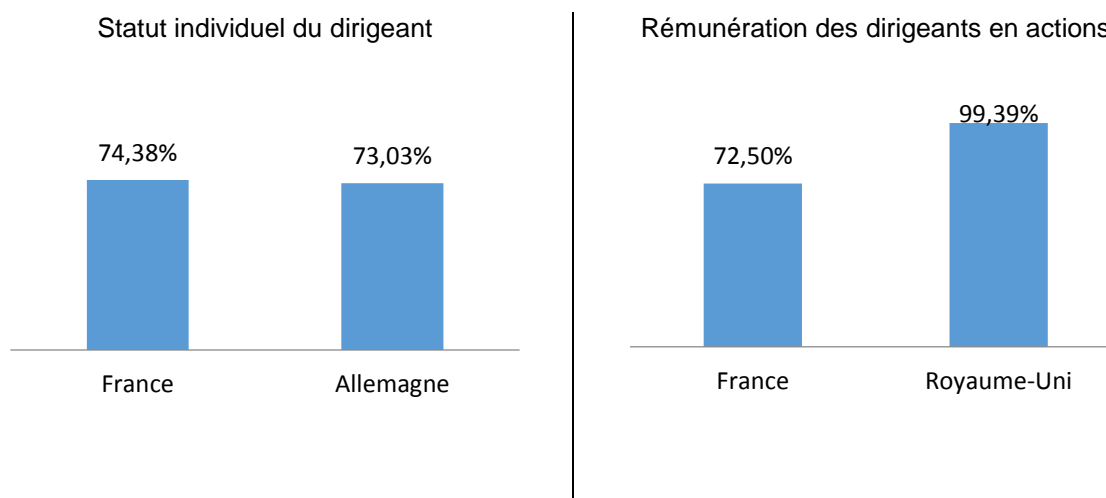
- En premier lieu, plus de 88% des entreprises allemandes respectent la recommandation relative à la limite d'âge des membres du directoire qui doit être fixée par le conseil de surveillance. Cette recommandation n'existe pas dans les codes de bonne conduite français et britannique.

- En second lieu, la proportion des entreprises françaises et des entreprises allemandes qui ne déclarent aucun écart aux recommandations relatives au statut des dirigeants est assez comparable. En effet, les taux de conformité observés sont respectivement de 74,38% et 73,03% pour les entreprises françaises et allemandes. Ce constat signifie que ces entreprises déclarent accorder relativement la même importance aux mécanismes qui permettent de cadrer les avantages et les privilèges individuels accordés aux dirigeants.
- Enfin, la proportion des entreprises n'ayant déclaré aucun écart aux recommandations liées à la rémunération des dirigeants est relativement forte dans l'ensemble des pays. Ainsi, les entreprises britanniques, dans leur très grande majorité (99,39%), déclarent être conformes aux recommandations relatives à la rémunération des dirigeants en actions dont l'objectif est de préserver une communauté d'intérêts avec les actionnaires. Ce constat est moins vif pour le marché français où 72,5% des entreprises ont déclaré être conformes à ces recommandations. Egalement, 87,30% des entreprises françaises ne déclarent aucun écart aux recommandations relatives à la rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions. Cette forte proportion indique l'importance des mécanismes de gouvernance visant à encadrer les avantages destinés à lutter contre l'enracinement et à attirer les meilleurs profils des dirigeants en France. D'autre part, la proportion des entreprises allemandes n'ayant déclaré aucun écart aux recommandations liées à la rémunération courante des dirigeants ou à la rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions est relativement forte (76,43% et 79,25%).

**Tableau 6 : Pourcentage des entreprises déclarant une conformité totale aux méta-variables relatives au statut individuel des dirigeants et à leur rémunération**

Méta-variables	Pays	2011	2012	2013	2014	2015	Moyenne [2011-2015]
Age des dirigeants	Allemagne	89,23%	88,24%	87,14%	87,50%	88,16%	88,05%
Statut individuel du dirigeant	France	78,43%	75,00%	73,27%	71,15%	74,04%	74,38%
	Allemagne	75,38%	77,94%	70,00%	69,44%	72,37%	73,03%
Rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions	France	90,20%	89,00%	87,13%	82,69%	87,50%	87,30%
Rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions	Allemagne	70,77%	77,94%	81,43%	80,56%	85,53%	79,25%
Rémunération courante des dirigeants	Allemagne	87,69%	88,24%	65,71%	69,44%	71,05%	76,43%
Rémunération des dirigeants en actions	France	86,27%	79,00%	70,30%	63,46%	63,46%	72,50%
	Royaume-Uni	100,00%	100,00%	98,98%	98,98%	99,00%	99,39%

**(%) des entreprises se déclarant conformes à la méta-variable relative au statut individuel du dirigeant et à celle relative à la rémunération des dirigeants en actions**



*2) Définition et description des variables indépendantes liées à la performance et à la structure de la société*

a : Définition des variables indépendantes liées à la performance et à la structure de la société

Les variables indépendantes de l'étude sont des variables de performance et des variables structurelles, les premières étant assimilées à des « variables d'intérêt » pour les calculs de régression, et les secondes à des « variables de contrôle »<sup>407</sup>. Le traitement de l'ensemble de ces variables s'effectuera par régression logistique<sup>408</sup>, c'est-à-dire par constitution d'un modèle économétrique visant à la caractérisation des corrélations entre les variables dépendantes liées aux déclarations de gouvernance et les variables indépendantes de performance et de contrôle.

Les concepts de la théorie de l'agence et la littérature abordée dans la première partie de ce rapport, permettent d'identifier plusieurs variables qu'on peut supposer avoir un impact sur la conformité ou la non-conformité aux codes de bonne conduite déclarée par les entreprises.

➤ Les variables de performance économique et financière (variables d'intérêt)

La notion de performance correspond à l'atteinte d'objectifs ou de résultats attendus, et plus largement à la création de valeur. Elle est souvent difficile à appréhender car elle peut être mesurée par de très nombreux indicateurs et être interprétée sous différents angles. Pour cette raison, trois différents indicateurs de performance sont retenus, à savoir la performance économique, la performance opérationnelle et la performance boursière ou financière.

<sup>407</sup> Les variables de contrôle sont généralement intégrées dans les modèles de régression pour éviter les éventuelles interférences qui peuvent fausser les valeurs des corrélations entre les variables d'intérêt objets de l'étude.

<sup>408</sup> La régression logistique ou régression binomiale est une méthode économétrique très utilisée en science de gestion car elle permet de traiter le cas où la variable réponse est de type binaire. (exp. conforme / non conforme)



#### - La performance économique

La performance économique est exprimée par le ratio du retour sur actif (ROA)<sup>409</sup>, qui est un indicateur de performance généralement utilisé pour mesurer la capacité de l'entreprise à faire des bénéfices et créer de la richesse à partir de ses capitaux propres et de ses dettes. On compare donc le résultat net avec le total du passif qui peut être remplacé par le total actif<sup>410</sup>.

$$\text{Retour sur actif} = \text{ROA} = \frac{\text{Résultat d'exploitation après impôt}}{\text{Total actif}}$$

#### - Performance opérationnelle

La performance opérationnelle est mesurée à travers l'efficacité et la compétitivité des moyens investis par l'entreprise, c'est-à-dire par le ratio de profitabilité (RP). Ce ratio est très utilisé par les analystes pour évaluer les résultats futurs des entreprises. Il s'exprime par le taux de la rentabilité de l'entreprise en fonction de son volume d'activité.

$$\text{Ratio de profitabilité} = \text{RP} = \frac{\text{Résultat d'exploitation après impôt}}{\text{Chiffre d'affaires hors taxes}}$$

#### - Performance financière

La rentabilité des titres détenus par les actionnaires est un indicateur de performance financière de premier choix, il permet d'appréhender la création de la valeur actionnariale à partir des flux de revenu acquis par la détention d'une action pour une période donnée (RET). Il reflète le gain en capital ainsi que le dividende distribué sur la période aux actionnaires.

$$\text{Rentabilité des titres} = \text{RET}_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + \text{Div}_i}{P_{i,t-1}}$$

Où :  $P_{i,t}$  est le prix de l'action de l'entreprise ( $i$ ) à la fin de l'exercice  
 $P_{i,t-1}$  est le prix de l'action de l'entreprise ( $i$ ) au début de l'exercice  
 $\text{Div}_i$  représente l'ensemble des dividendes distribués durant l'exercice

#### ➤ Les variables structurelles (variables de contrôle)

##### - La croissance de l'entreprise

La croissance des entreprises ( $\Delta \text{actifs}$ ) se traduit par l'accroissement de leur taille. Elle s'accompagne généralement d'une évolution au niveau du management occasionnant de nombreuses reconfigurations au sein de l'organisation en termes d'exercice du pouvoir. Cette situation pourrait, par conséquent, impacter certaines recommandations des codes de bonne conduite. En outre, la croissance peut être considérée comme un élément moteur de la création de valeur à long terme, elle peut donc instaurer un climat de confiance chez les investisseurs et les rassurer notamment par rapport aux éventuelles non-conformités aux recommandations des codes ; il est par conséquent imaginable que la croissance de l'entreprise puisse compenser sur le long terme des situations de non-conformité, justifiées par les choix singuliers de l'entreprise.

La taille de l'entreprise est généralement définie par le logarithme népérien de l'actif comptable total<sup>411</sup>, et la croissance représente la variation de cette taille entre deux périodes ( $t$ ) et ( $t-1$ ), selon la formule :

$$\text{Croissance} = \Delta \log(\text{Actif Total}) = \log(\text{Actif Total}_t) - \log(\text{Actif Total}_{t-1})$$

<sup>409</sup> Return On Assets

<sup>410</sup> Le bilan comptable est par principe toujours équilibré : Total actif = Total passif.

<sup>411</sup> Nguyen T., Bellehumeur A.(1985), « A propos de l'interchangeabilité des mesures de taille d'entreprise », Revue d'économie industrielle, vol. 33, 3e trimestre. pp. 44-57.

#### - **Les opportunités d'investissement**

Les opportunités d'investissement des entreprises reflètent la capacité de celles-ci à créer de la valeur par l'augmentation des dépenses d'investissement. Concrètement, plus une entreprise a une proportion d'immobilisations corporelles nettes importante, plus ses opportunités d'investissement sont faibles, et inversement. Par exemple, lorsque les entreprises atteignent un certain niveau de maturité, elles seraient plus enclines à afficher une forte proportion d'immobilisations corporelles traduisant de faibles opportunités de croissance et d'investissement. L'objectif de ces entreprises est ainsi orienté essentiellement vers la rentabilisation des investissements déjà mis en place et non pas vers la concrétisation de nouveaux projets. Dans ce schéma, la maturité et la stabilité des projets des entreprises pourraient être un levier de conformité en matière de gouvernance d'entreprise, telle qu'elle apparaît dans les déclarations de la société. L'idée serait d'observer une corrélation inverse à celle supposément liée à la croissance de l'entreprise, laquelle pourrait impliquer des reconfigurations au sein de l'organisation en termes d'exercice du pouvoir. Autrement dit, il y aurait une corrélation positive entre le niveau des immobilisations corporelles nettes (c'est-à-dire après amortissements et dépréciations) et le degré de conformité aux codes de bonne conduite de gouvernance. A l'instar de (Saada, 1995)<sup>412</sup>, les opportunités d'investissement seront mesurées par la proportion des immobilisations corporelles dans l'actif total (*Corp/actif*).

#### - **Le niveau des dépenses discrétionnaires**

Les frais de recherche et développement font partie des principales dépenses discrétionnaires, dont les montants relèvent de considérations stratégiques déterminées au niveau de la direction de l'entreprise. Théoriquement, ces dépenses discrétionnaires sont assimilées à des investissements et permettent la création d'un avantage compétitif et l'amélioration de la performance de l'entreprise à long terme (Aboody et Lev, 2000<sup>413</sup> ; Hall, 1998<sup>414</sup>). Mis à part lorsqu'elles représentent des acquisitions d'immobilisations corporelles, les dépenses en recherche et développement sont par nature difficilement contrôlables et conduisent à amplifier l'asymétrie d'information entre le dirigeant et les actionnaires (Barth et Kasnik, 1999<sup>415</sup>). Par conséquent, les dirigeants pourraient être tentés de compenser la méfiance des investisseurs à l'égard d'un haut niveau de dépenses discrétionnaires par une communication de gouvernance avantageuse. Une relation positive peut par conséquent être subodorée entre les dépenses en recherche et développement mesurées par la proportion de ces dépenses dans le total actif (*R&D/actif*) et le niveau de conformité des entreprises aux codes de bonne conduite.

#### - **La structure du passif et la structure du capital**

Le degré de contrôle qu'exercent les actionnaires sur les dirigeants dépend de plusieurs facteurs, en particulier de la structure du passif et de la structure du capital. S'agissant de la structure du passif, la théorie de l'agence explique que par le biais de l'endettement, les actionnaires transfèrent une partie des conflits d'agence aux créanciers, notamment aux banques ; par conséquent, les dirigeants auraient moins d'incitation à se conformer aux recommandations des codes de bonne conduite, en ce qu'ils seraient moins observés par les investisseurs sur les marchés financiers. Cependant, selon une vision alternative, l'augmentation de la proportion des dettes intensifiant le risque qui pèse sur les créanciers de bas de bilan, ce sont ces derniers qui seraient incités à surveiller de près l'activité des dirigeants en lieu et place des marchés<sup>416</sup>... S'agissant de la structure du capital, et si l'on s'en tient aux conceptions

---

<sup>412</sup> Saada T. (1995), « Les déterminants des choix comptables : étude des pratiques françaises et comparaison franco-américaine », *Comptabilité, Contrôle, Audit* 1 (2) : 52-74.

<sup>413</sup> Aboody D., Lev B. (2000), « Information asymmetry, R&D and insider gains », *The Journal of Finance*, vol 55, pp. 2747-2766.

<sup>414</sup> Hall B.H. (1998), « Innovation and market value », NBER WP, n°6984.

<sup>415</sup> Barth M.E., Kasznik R. (1999), « Share Repurchases and Intangible Assets », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 28, n° 2, p. 211-241.

<sup>416</sup> Diamond D.W., (1984), « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, p. 393-414, cité par Mathieu Paquerot et Jean-Michel Chapuis (2006).

développées par la théorie de l'agence, plus intense serait le contrôle opéré par les actionnaires, plus faibles seraient les latitudes des dirigeants pour se départir des meilleures pratiques de gouvernance ; il serait donc éventuellement possible d'observer un lien positif entre la forte présence d'investisseurs institutionnels, ou un fort taux d'actionariat salarié dans l'entreprise, et le niveau de conformité déclaré aux recommandations des codes. En revanche, ce lien pourrait être négatif si les dirigeants, les administrateurs ou leur famille, qu'on qualifiera volontiers d'*insiders*, détenaient une proportion significative du capital.

Les indicateurs suivants sont retenus pour mesurer la structure du passif et du capital :

- La proportion des dettes à long terme sur total actif (*Dettes/Actif*) pour examiner la structure du capital.
- La proportion des actions détenues par les salariés (*Cap. Emp.*).
- La proportion des actions détenues par les investisseurs institutionnels (*Cap. Inv. Ins.*) détenant plus de 5% des actions<sup>417</sup>.
- La proportion des actions détenues par les *insiders*, notamment celles détenues par les dirigeants, les administrateurs et leur famille, ou encore les actionnaires de référence et de contrôle (*Cap. Insiders*)

#### - La volatilité des actions

La volatilité des actions est un risque majeur pesant sur les actionnaires, qui précarise leurs espoirs de pouvoir bénéficier d'un retour sur investissement. D'une manière générale, il est possible de supposer que plus le cours est volatile, plus les dirigeants seraient tentés de se déclarer conformes afin de rassurer les investisseurs, et contribuer ainsi, éventuellement, à atténuer cette volatilité.

La mesure de volatilité des actions retenue est la moyenne de la valeur absolue des écarts entre les prix quotidiens et leur moyenne annuelle. La formule de calcul de la volatilité se présente sous la forme suivante :

$$Vol_i = \frac{\sum_{t=1}^N |P_{i,t} - P_M|}{N}$$

- Où :  $P_{i,t}$  est le prix de l'action de l'entreprise ( $i$ ) à la fin de l'exercice  
 $P_M$  est le prix moyen de l'action de l'entreprise ( $i$ ) en année ( $t$ )  
 $N$  représente le nombre de jours de cotation durant l'exercice.

#### - Autres variables de contrôle

Deux autres variables de contrôle sont retenues à savoir le secteur d'activité et la taille de l'entreprise. Premièrement, les entreprises appartenant au même secteur d'activité peuvent avoir tendance à adopter des systèmes de gouvernance assez comparables ; par effet de mimétisme, une convergence globale vers les recommandations du code de gouvernance pourrait donc s'observer. Ensuite, les grandes entreprises sont généralement très surveillées et sont soumises à des pressions plus fortes par les différentes autorités, amenant là encore éventuellement à un effet de conformité déclaré plus élevé...

- La taille de l'entreprise est mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière enregistrée à la fin de chaque exercice (*Cap. bours.*).
- Les secteurs d'activité sont appréhendés selon la *Standard Industry Classification (SIC)*<sup>418</sup> : (1) industrie, (2) service, (3) transport, (4) banques, (5) assurances, et (6) autres institutions financières.

<sup>417</sup> 5% est le seuil ouvrant à l'actionnaire plusieurs droits dont celui d'inscrire une résolution à l'ordre du jour de l'assemblée générale annuelle (v. art. L. 225-105 du Code de commerce).

<sup>418</sup> Système de classification *normalisée* des secteurs d'activité.

Récapitulation des variables :

Indicateurs	Variables	Relation attendue avec le degré de conformité
Performance	Performance économique ( <i>ROA</i> ) (en %)	(-)
	Performance opérationnelle ( <i>RP</i> ) (en %)	(-)
	Performance financière ( <i>RET</i> ) (en %)	(-)
Croissance	Variation du total des actifs ( $\Delta$ <i>actifs</i> ) (en %)	(-)
Opportunités d'investissement	Proportion des immobilisations corporelles dans total des actifs ( <i>Corp/Actif</i> ) (en % du bilan)	(+)
Dépenses discrétionnaires	Dépenses en recherche et développement dans total des actifs ( <i>R&amp;D/Actif</i> ) (en % du bilan)	(+)
La structure du passif et du capital	Structure du capital : proportion des dettes à long terme sur total actif ( <i>Dettes/Actif</i> ) (en % du bilan)	(+/-)
	Concentration du capital :	
	• proportion des actions détenues par les employés ( <i>Cap. Empl.</i> ) (en % du capital)	(+)
	• proportion des actions détenues par les investisseurs institutionnels ( <i>Cap. Inv. Ins.</i> ) (en % du capital)	(+)
	• proportion d'actions détenues par les <i>insiders</i> ( <i>Cap. Insiders</i> ) (en % du capital)	(-)
Volatilité des actions	Variabilité des prix moyenne sur un exercice ( <i>Vol<sub>i</sub></i> ) (en %)	(+)
Autres variables de contrôle	Secteur d'activité : variable binaire créée à partir de la classification <i>SIC</i>	(+/-)
	Taille de l'entreprise : Logarithme de la capitalisation boursière ( <i>Cap. bours.</i> ).	(+)

Lecture des relations attendues : plus la performance de la société serait importante, moins elle aurait tendance à se déclarer conforme aux recommandations du code (« *comply or perform* »)

b : Analyse statistique descriptive des variables indépendantes liées à la performance et à la structure de la société

Dans un objectif de comparaison entre les caractéristiques des entreprises qui se déclarent complètement conformes et celles qui déclarent des écarts par rapport à certaines recommandations des codes de gouvernance, des statistiques comparatives ont été établies par croisement entre les valeurs des méta-variables dépendantes<sup>419</sup> et les moyennes des variables indépendantes. L'ensemble des données relatives aux variables indépendantes ont été extraites de la base de données *Thomson Reuters Datastream*<sup>420</sup>.

Par ailleurs, afin de pouvoir interpréter ces comparaisons de manière pertinente, un test économétrique de comparaison de moyennes<sup>421</sup> a été établi sur l'ensemble de ces variables<sup>422</sup>. Les valeurs de ces statistiques sont présentées dans : le tableau 7 pour les entreprises françaises, le tableau 8 pour les entreprises allemandes et le tableau 9 pour les entreprises britanniques.

La première remarque qu'on peut tirer de ces statistiques est la non-significativité observée sur une grande partie des comparaisons entre les moyennes<sup>423</sup>. Ce constat laisse supposer que les caractéristiques des entreprises, notamment leur performance financière et économique, jouent un rôle limité sur les déclarations de gouvernance.

D'autre part, une certaine divergence des résultats entre les pays est constatée. D'abord, les entreprises allemandes qui se déclarent complètement conformes présentent, d'une manière générale, des performances moins élevées que celles des entreprises qui déclarent ne pas avoir respecté une ou plusieurs recommandations du code de bonne conduite. Ce résultat peut suggérer que lorsque la performance réalisée est relativement faible, les dirigeants des entreprises allemandes tentent de rassurer le marché à travers des déclarations de gouvernance ne mentionnant aucun écart aux recommandations du code. De façon similaire mais partielle, les entreprises britanniques qui se déclarent conformes au fonctionnement du conseil et de ses comités présentent des performances opérationnelles plus faibles. A l'inverse, les entreprises françaises qui se déclarent conformes au statut individuel de l'administrateur, au statut individuel de dirigeant et à la composition du conseil et de ses comités affichent des performances opérationnelles plus élevées. De même, lorsqu'elles se déclarent conformes aux recommandations relatives au fonctionnement du conseil, elles affichent des performances boursières plus élevées. Toutefois, la prudence est de rigueur dans l'interprétation de ces résultats car elles ignorent l'effet modérateur des variables de contrôle, d'où l'intérêt des tests de régression.

---

<sup>419</sup> Valeur = 1 si la société est conforme à l'intégralité des items composant la méta-variable ; Valeur = 0 si la société n'est pas conforme à au moins un item composant la méta-variable.

<sup>420</sup> *Thomson Reuters Datastream* est une puissante base de données créée en 2008 par la société [thomsonreuters.com](http://thomsonreuters.com) dont le siège social se trouve à New York (États-Unis). Elle comporte des données comptables et financières en séries chronologiques qui permettent d'identifier et d'examiner les tendances, de générer, de tester des idées et de développer des points de vue sur le marché. Elle couvre 175 pays et 60 marchés dans le monde avec 50 ans d'historique et des mises à jour permanentes. Plus de détails sur le site internet : [financial.thomsonreuters.com](http://financial.thomsonreuters.com)

<sup>421</sup> Le test de comparaison de moyenne utilisé est le test *t de Student*. C'est un test paramétrique qui permet de juger la pertinence et la fiabilité statistique de comparaison entre les moyennes de deux échantillons indépendants. Le seuil de significativité de ce test est en l'occurrence de 10%, ce qui veut dire que le résultat de la comparaison est statistiquement extrapolable à hauteur minimum de 90% des observations.

<sup>422</sup> À l'exception de la variable (Secteur) sur laquelle le test de comparaison ne peut se réaliser car il s'agit d'une variable binaire et sa distribution ne suit pas la loi normale.

<sup>423</sup> C'est-à-dire que le test de *student* n'a pas permis de confirmer la pertinence et la fiabilité des différences observées entre les moyennes.

On constate également que la croissance des entreprises qui se déclarent conformes au code est généralement moins élevée que celle des entreprises qui déclarent des écarts. En effet, les entreprises en phase de croissance peuvent être amenées à opérer des reconfigurations organisationnelles impliquant le non-respect de certaines recommandations des codes de bonne conduite.

Le montant des dépenses discrétionnaires des entreprises françaises qui se déclarent complètement conformes au code est moins élevée que celui des entreprises qui déclarent des écarts. Cependant, la situation est inversée pour les recommandations relatives à la rémunération des dirigeants où l'on constate que le montant de ces dépenses dans les entreprises qui se déclarent conformes est plus élevé. Ce résultat est très intéressant car il illustre la relation entre le pouvoir discrétionnaire des dirigeants et les mécanismes de gouvernance permettant d'encadrer le montant de leur rémunération. Ainsi, les dirigeants qui détiennent un pouvoir discrétionnaire relativement élevé peuvent chercher à rassurer le marché en montrant que l'entreprise respecte les recommandations relatives à l'encadrement de leur rémunération. Ce constat n'est pas confirmé pour les entreprises allemandes et britanniques.

Enfin, d'une manière générale, on remarque que les entreprises françaises qui se déclarent complètement conformes au code de bonne conduite ont une taille plus importante et moins d'actions détenues par les *insiders*. Quant aux entreprises allemandes, celles qui établissent des déclarations de conformité complètes ont moins de dettes à long terme et leur capital est moins détenu par les salariés. Enfin, les investisseurs institutionnels sont plus présents dans les entreprises allemandes et britanniques qui se déclarent complètement conformes.

**Tableau 7 : Statistiques descriptives de l'échantillon des entreprises françaises**

Méta-variables France	Conformité	ROA	RP	RET	Croissance	Corporat	Actifs	R&D	Dettes	Cap. Inv. Inst.	Cap. Emp.	Cap. Insiders	Volatilité	Taille
Conformité totale ( <i>full compliance</i> ) <sup>a</sup>	0	4,47	4,72	16,25	8,86	21,42	<b>1,47</b>	27,15	5,46	8,86	<b>35,00</b>	25,24	<b>1,47</b>	
	1	5,66	15,98	11,15	5,19	27,70	<b>0,84</b>	28,23	7,18	8,25	<b>24,20</b>	25,55	<b>1,56</b>	
Statut individuel de l'administrateur	0	4,37	<b>-3,09</b>	15,10	8,54	<b>19,66</b>	<b>1,64</b>	26,34	<b>4,20</b>	<b>10,26</b>	39,13	25,21	1,47	
	1	4,92	<b>14,72</b>	15,61	7,96	<b>24,85</b>	<b>1,12</b>	28,16	<b>7,07</b>	<b>7,50</b>	28,24	25,37	1,50	
Composition du conseil et des comités	0	4,43	<b>-2,68</b>	16,20	7,17	22,50	1,40	28,60	<b>6,47</b>	9,55	41,02	25,57	<b>1,42</b>	
	1	4,86	<b>13,72</b>	14,76	9,02	22,52	1,33	26,38	<b>5,23</b>	8,16	27,32	25,09	<b>1,53</b>	
Fonctionnement du conseil	0	4,70	13,50	<b>12,96</b>	7,26	25,52	1,41	<b>26,06</b>	<b>3,51</b>	<b>11,24</b>	37,93	22,66	1,62	
	1	4,67	5,28	<b>15,86</b>	8,42	21,90	1,35	<b>27,60</b>	<b>6,22</b>	<b>8,25</b>	32,08	25,84	1,46	
Fonctionnement du comité d'audit	0	4,55	11,51	14,73	6,32	17,02	1,97	21,33	7,30	<b>4,12</b>	29,30	25,17	1,52	
	1	4,70	5,81	15,49	8,56	23,49	1,25	28,41	5,49	<b>9,57</b>	33,81	25,32	1,48	
Statut individuel du dirigeant	0	4,67	<b>-14,51</b>	16,76	8,82	<b>18,00</b>	<b>2,22</b>	23,74	<b>3,48</b>	7,65	32,52	<b>25,22</b>	<b>1,47</b>	
	1	4,67	<b>13,51</b>	14,93	8,03	<b>23,96</b>	<b>1,10</b>	28,50	<b>6,50</b>	9,11	33,28	<b>25,32</b>	<b>1,49</b>	
Rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions	0	6,35	14,94	13,16	10,24	20,95	<b>0,66</b>	25,04	<b>7,44</b>	<b>13,74</b>	<b>36,72</b>	<b>24,03</b>	1,57	
	1	4,43	5,47	15,70	7,93	22,74	<b>1,47</b>	27,67	<b>5,52</b>	<b>8,03</b>	<b>32,58</b>	<b>25,48</b>	1,47	
Rémunération des dirigeants en actions	0	4,69	13,15	18,87	<b>13,24</b>	20,98	<b>1,06</b>	26,63	5,40	<b>10,54</b>	33,43	<b>23,70</b>	1,54	
	1	4,67	4,26	14,09	<b>6,35</b>	23,08	<b>1,46</b>	27,60	5,89	<b>8,09</b>	32,98	<b>25,87</b>	1,46	

*Les chiffres présentés en gras révèlent que le test de comparaison de moyenne est significatif.*

*a : s'entend de la conformité à l'intégralité du code*

**Tableau 8 : Statistiques descriptives de l'échantillon des entreprises allemandes**

Méta-variables Allemagne	Conformité	ROA	RP	RET	Croissance	Actifs Corporel	R&D	Dettes	Cap. Inv. Inst.	Cap. Emp.	Cap. Insiders	Volatilité	Taille
Conformité totale ( <i>full compliance</i> ) <sup>a</sup>	0	<b>6,28</b>	<b>12,59</b>	17,86	7,65	<b>26,50</b>	<b>1,64</b>	<b>24,19</b>	<b>2,62</b>	<b>11,19</b>	29,24	25,13	3,64
	1	<b>5,13</b>	<b>9,57</b>	11,90	6,58	<b>29,43</b>	<b>2,25</b>	<b>22,68</b>	<b>4,45</b>	<b>6,57</b>	21,66	26,21	4,09
Statut individuel de l'administrateur	0	<b>11,68</b>	16,10	35,33	10,89	<b>34,00</b>	2,51	<b>26,46</b>	4,75	13,17	21,25	24,71	3,56
	1	<b>5,64</b>	11,36	15,17	7,13	<b>27,23</b>	1,82	<b>23,56</b>	3,20	9,45	26,95	25,53	3,81
Composition du conseil et des comités	0	<b>6,67</b>	11,09	<b>20,84</b>	8,15	23,62	1,93	23,36	2,54	<b>14,21</b>	<b>31,59</b>	25,09	3,62
	1	<b>5,37</b>	11,86	<b>12,50</b>	6,70	30,08	1,81	23,89	3,75	<b>6,46</b>	<b>23,32</b>	25,77	3,92
Existence et fonctionnement des comités	0	<b>8,54</b>	<b>12,58</b>	21,08	10,53	<b>16,81</b>	1,41	23,43	<b>1,65</b>	<b>22,18</b>	<b>41,49</b>	23,68	3,63
	1	<b>5,45</b>	<b>11,39</b>	14,93	6,76	<b>29,24</b>	1,92	23,71	<b>3,53</b>	<b>7,44</b>	<b>24,38</b>	25,78	3,83
Age des dirigeants	0	<b>8,55</b>	<b>18,12</b>	18,02	10,45	25,83	1,73	28,21	<b>0,88</b>	<b>20,86</b>	34,70	24,61	<b>3,66</b>
	1	<b>5,52</b>	<b>10,66</b>	15,51	6,85	27,73	1,87	23,06	<b>3,60</b>	<b>7,98</b>	25,58	25,62	<b>3,82</b>
Statut individuel des dirigeants	0	5,93	<b>14,75</b>	<b>18,45</b>	8,94	<b>29,17</b>	<b>1,81</b>	26,73	<b>2,13</b>	<b>16,83</b>	29,23	<b>26,40</b>	<b>3,61</b>
	1	5,86	<b>10,37</b>	<b>14,86</b>	6,67	<b>26,89</b>	<b>1,87</b>	22,55	<b>3,66</b>	<b>6,98</b>	25,63	<b>25,19</b>	<b>3,87</b>
Rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions	0	5,14	12,42	12,52	6,94	21,30	1,83	23,06	<b>2,09</b>	10,14	33,62	<b>26,84</b>	<b>3,82</b>
	1	6,07	11,33	16,68	7,37	29,10	1,86	23,83	<b>3,54</b>	9,45	24,77	<b>25,16</b>	<b>3,79</b>
Rémunération courante des dirigeants	0	5,86	12,09	15,46	5,55	23,07	<b>1,23</b>	24,50	<b>2,37</b>	<b>3,52</b>	<b>23,28</b>	25,70	3,81
	1	5,89	11,39	15,94	7,83	28,90	<b>2,05</b>	23,42	<b>3,54</b>	<b>11,50</b>	<b>27,78</b>	25,44	3,79

Les chiffres présentés en gras révèlent que le test de comparaison de moyenne est significatif.

a : s'entend de la conformité à l'intégralité du code

**Tableau 9 : Statistiques descriptives de l'échantillon des entreprises britanniques**

Méta-variables Royaume-Uni	Conformité	ROA	RP	RET	Croissance	Actifs Corporel	R&D	Dettes	Cap. Inv. Inst.	Cap. Emp.	Cap. Insiders	Volatilité	Taille
Conformité totale ( <i>full compliance</i> ) <sup>a</sup>	0	3,17	17,14	20,66	-5,15	<b>31,39</b>	0,00	21,10	<b>0,00</b>	5,50	14,86	21,94	3,46
	1	8,87	18,51	19,51	13,35	<b>26,74</b>	0,74	26,67	<b>4,01</b>	4,78	15,89	24,04	3,85
Statut individuel de l'administrateur	0	8,64	18,49	20,13	<b>12,05</b>	25,87	<b>0,67</b>	26,61	3,83	<b>4,48</b>	<b>15,86</b>	23,49	3,85
	1	7,48	16,48	16,49	<b>6,17</b>	26,76	<b>0,89</b>	21,23	3,93	<b>2,23</b>	<b>10,17</b>	23,47	4,01
Composition du conseil et des comités	0	8,08	20,24	15,59	<b>15,25</b>	28,34	<b>0,38</b>	24,10	<b>4,36</b>	<b>4,99</b>	<b>23,54</b>	24,54	3,85
	1	7,74	16,28	17,96	<b>6,06</b>	26,08	<b>0,93</b>	22,42	<b>3,80</b>	<b>2,35</b>	<b>8,98</b>	23,23	3,99
Fonctionnement du conseil et des comités	0	9,92	<b>19,51</b>	14,02	9,55	<b>21,80</b>	0,68	18,23	3,41	<b>9,79</b>	<b>21,23</b>	<b>23,95</b>	3,93
	1	7,68	<b>16,88</b>	17,72	7,71	<b>26,81</b>	0,84	23,03	3,94	<b>2,41</b>	<b>11,09</b>	<b>23,45</b>	3,97
Rémunération des dirigeants en actions	0	6,41	6,12	15,40	0,34	<b>35,97</b>	0,00	<b>3,71</b>	9,33	0,00	<b>0,80</b>	<b>21,85</b>	<b>3,94</b>
	1	7,81	17,11	17,52	7,87	<b>26,46</b>	0,83	<b>22,86</b>	3,87	2,88	<b>11,77</b>	<b>23,49</b>	<b>3,96</b>

Les chiffres présentés en gras révèlent que le test de comparaison de moyenne est significatif.

a : s'entend de la conformité à l'intégralité du code

## B/ Etude économétrique de l'impact des variables de performance sur les déclarations de gouvernance

### 1) Présentation du modèle économétrique

La régression logistique ou régression binomiale est une méthode largement utilisée en sciences de gestion. Elle se base sur un modèle multi-variables permettant d'aborder la modélisation d'une variable binaire à expliquer (variable dépendante  $Y_i$ ) à travers une série de variables explicatives (variables indépendantes  $X_i$ ) pouvant être soit qualitatives, soit quantitatives. La variable dépendante est habituellement la survenue ou non d'un événement (ex : conformité ou non conformé à un code de bonne conduite) et les variables indépendantes sont celles susceptibles d'influencer la survenue de cet événement (variables de performance). L'intérêt majeur de cette technique est de quantifier la force de l'association entre chaque variable indépendante et la variable dépendante, en tenant compte de l'effet des autres variables intégrées dans le modèle (variables de contrôle).

Cette méthode est relativement simple à comprendre et à appliquer, tandis que ses résultats peuvent être aisément interprétés. Le poids de chaque variable indépendante est représenté par un coefficient de régression ( $\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_n$ ), et il est possible de calculer la taille d'effet du modèle avec un indice semblable au coefficient de détermination (pseudo  $R^2$ )<sup>424</sup> borné entre 0 et 1. Plus ce pseudo coefficient est proche de 1, plus le pouvoir prédictif du modèle est important.

Le modèle logistique de régression se présente comme suit :

$$\begin{aligned} \text{Gouvernance}_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1(\text{ROA}_{i,t}) + \alpha_2(\text{RP}_{i,t}) + \alpha_3(\text{RET}_{i,t}) + \alpha_4(\Delta\text{actif}_{i,t}) \\ &+ \alpha_5(\text{Corp}_{i,t}/\text{actif}_{i,t}) + \alpha_6(\text{R\&D}_{i,t}/\text{actif}_{i,t}) + \alpha_7(\text{Dettes}_{i,t}/\text{actif}_{i,t}) \\ &+ \alpha_8(\text{Cap. Emp.}_{i,t}) + \alpha_9(\text{Cap. Inv. Ins.}_{i,t}) + \alpha_{10}(\text{Cap. Insiders}_{i,t}) \\ &+ \alpha_{11} \log(\text{Cap. Bours.}_{i,t}) + \alpha_{12} \log(\text{Vol}_{i,t}) + \sum_{i=12}^{18} \alpha_i(\text{Secteur}_{i,t}) + \varepsilon \end{aligned}$$

#### Avec

$\text{Gouvernance}_{i,t}$	: Méta-variable binaire prenant la valeur (1) si l'entreprise ( $i$ ) en année ( $t$ ) se déclare conforme aux recommandations du code de bonne conduite, sinon (0) ;
$\text{ROA}_{i,t}$	: Retour sur actif de l'entreprise ( $i$ ) à la fin de l'exercice ( $t$ ) ;
$\text{RP}_{i,t}$	: Ratio de profitabilité de l'entreprise ( $i$ ) à la fin de l'exercice ( $t$ ) ;
$\text{RET}_{i,t}$	: Rendement des titres de l'entreprise ( $i$ ) à la fin de l'exercice ( $t$ ) ;
$\Delta\text{actif}_{i,t}$	: Variation du logarithme de l'actif total de l'entreprise ( $i$ ) entre ( $t$ ) et ( $t-1$ ) ;
$\text{Corp}_{i,t}/\text{actif}_{i,t}$	: Immobilisations corporelles de l'entreprise ( $i$ ) à la fin de l'exercice ( $t$ ) ;
$\text{R\&D}_{i,t}/\text{actif}_{i,t}$	: Dépenses en recherche et développement de l'entreprise ( $i$ ) à la fin de l'exercice ( $t$ ) ;
$\text{Dettes}_{i,t}/\text{actif}_{i,t}$	: Dettes à long terme de l'entreprise ( $i$ ) à la fin de l'exercice ( $t$ ) ;
$\text{Cap. Emp.}_{i,t}$	: Part des capitaux détenus par les salariés de l'entreprise ( $i$ ) à la fin de l'exercice ( $t$ ) ;
$\text{Cap. Inv. Ins.}_{i,t}$	: Part des capitaux détenus pas les investisseurs institutionnels de l'entreprise ( $i$ ) à la fin de l'exercice ( $t$ ) ;
$\text{Cap. Insiders}_{i,t}$	: Part des capitaux détenus par les <i>insiders</i> ( $i$ ) à la fin de l'exercice ( $t$ ) ;
$\text{Cap. Bours.}_{i,t}$	: Capitalisation boursière sur total actif de l'entreprise ( $i$ ) à la fin de l'exercice ( $t$ ) ;
$\text{Vol}_{i,t}$	: Volatilité des titres de l'entreprise ( $i$ ) à la fin de l'exercice ( $t$ ) ;
$\text{Secteur}_{i,t}$	: Six variables binaires prenant la valeur (1) lorsque l'entreprise ( $i$ ) appartient au secteur sélectionné, sinon (0).

<sup>424</sup> Nous retenons le  $R^2$  de Nagelkerke (1991) pour mesurer la force de l'association entre la variable dépendante (conformité aux recommandations des codes de bonne conduite) et les différentes variables indépendantes ; v. Nagelkerke N. (1991), « A note on a general definition of the coefficient of determination », *Biometrika*, 78: 691-692.



## 2) Analyse des résultats de régression

Les résultats des tests de régression logistique sont présentés dans les tableaux 10 à 13. Par ailleurs, les tests de corrélation présentés en annexe 7, montrent que les variables indépendantes ne sont pas fortement corrélées. De ce fait, ces variables peuvent être intégrées simultanément dans le modèle de régression. L'importance du tableau 10 ci-dessous doit être particulièrement soulignée, car il résume les résultats observables des tests de régression.

**Tableau 10 : Principaux impacts des variables indépendantes sur les déclarations de gouvernance**

Variables	Impact des caractéristiques de l'entreprise sur la conformité au code de bonne conduite (+) : corrélation positive ; (-) : corrélation négative		
	France	Allemagne	Royaume-Uni
Performance	(-) la rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions avec (ROA)	(-) à l'âge des dirigeants et (-) à la rémunération courante des dirigeants avec (RP), (+) à la rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions avec (RET)	Non significatif
Croissance	Non significatif	(-) la composition du conseil et des comités, (-) sur la rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions	(-) à l'ensemble des items de gouvernance, (-) à la composition du conseil et des comités
Opportunités d'investissement	(+) à l'ensemble des items de gouvernance, (+) au statut individuel de l'administrateur, (+) à la rémunération des dirigeants en actions	(+) au statut individuel de l'administrateur, (+) à la composition du conseil et des comités, (+) à l'existence et au fonctionnement des comités, (+) à l'âge des dirigeants	(+) au statut individuel de l'administrateur
Dépenses discrétionnaires	(-) à l'ensemble des items de gouvernance, (-) au statut individuel du dirigeant, (+) à la rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions	(+) à l'ensemble des items de gouvernance, (+) à la rémunération courante des dirigeants	Non significatif
Dettes	(-) au statut individuel de l'administrateur, (-) à la composition du conseil et des comités	(-) à l'ensemble des items de gouvernance, (-) à la composition du conseil et des comités, (-) à l'existence et au fonctionnement des comités, (-) à la rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions	(-) à l'ensemble des items de gouvernance, (-) au statut individuel de l'administrateur
Investisseurs institutionnels	(+) au statut individuel de l'administrateur, (+) au statut individuel du dirigeant	Non significatif	(+) au statut individuel de l'administrateur
Salariés actionnaires	(+) au statut individuel du dirigeant	(-) à la composition du conseil et des comités, (+) à la rémunération courante des dirigeants.	(+) à la composition du conseil et des comités
Insiders	(-) à l'ensemble des items de gouvernance, (-) au statut individuel de l'administrateur, (-) à la composition du conseil et des comités, (-) au fonctionnement du conseil	(-) à l'existence et au fonctionnement des comités, (-) à la rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions	(-) à l'ensemble des items de gouvernance, (-) à la composition du conseil et des comités
Volatilité	(+) à l'ensemble des items de gouvernance, (+) au statut individuel de l'administrateur, (+) à la composition du conseil et des comités, (+) au fonctionnement du conseil, (+) au statut individuel du dirigeant, (+) à la rémunération du dirigeant en actions	(+) à la composition du conseil et des comités, (+) à l'existence et au fonctionnement des comités	Non significatif
Taille	(+) à la composition du conseil et des comités, (+) au statut individuel du dirigeant, (-) au fonctionnement du conseil	(+) à l'ensemble des items de gouvernance, (+) à la composition du conseil et des comités, (+) à l'existence et au fonctionnement des comités, (+) à l'âge des dirigeants	Non significatif

**Lecture : une corrélation négative significative existe en France entre la performance de l'entreprise (ROA) et la rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions. Concrètement, plus la société est performante, moins elle aura tendance à être conforme aux préconisations du code AFEP-MEDEF concernant les « parachutes dorés ».**

D'une manière générale, il ressort de l'analyse de ces résultats que l'impact de la performance financière et économique sur les déclarations de gouvernance est très limité. Les coefficients de régression majoritairement négatifs traduisent une certaine tendance des entreprises ayant de faibles performances à se conformer aux recommandations des codes de bonne conduite d'une manière plus importante que les autres entreprises. Toutefois, le manque de significativité observé sur une grande partie de ces coefficients limite la pertinence de cette conclusion. En effet, sur l'ensemble des régressions réalisées, seuls trois coefficients sont négatifs et significatifs et permettent de valider la pertinence de la relation entre les déclarations de gouvernance et les variables de performance. La première relation négative et significative est observée sur l'échantillon français entre la performance économique (*ROA*) et la méta-variable relative aux recommandations liées à la rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions. Les deux autres relations significatives sont observées sur l'échantillon allemand et témoignent d'un impact négatif de la performance opérationnelle (*RP*) sur la conformité aux recommandations relatives à l'âge des dirigeants et à leur rémunération courante. D'un point de vue théorique, ces résultats signalent le déclenchement d'un mécanisme disciplinaire tel que l'application de certaines recommandations des codes de bonne conduite visant à encadrer la transparence sur la rémunération (et l'âge, pour les entreprises allemandes) des dirigeants des entreprises faiblement performantes. Des travaux empiriques antérieurs confirment cette observation : MacNeil et Li (2006)<sup>425</sup> montrent que les sociétés britanniques les plus performantes ont tendance à déclarer moins de conformité aux recommandations du code de bonne conduite. Plus récemment, Refait-Alexandre *et al.* (2014)<sup>426</sup> trouvent sur les entreprises du SBF 120 que la performance économique (*ROA*) joue un rôle négatif pour ce qui est de la conformité relative à la proportion de membres indépendants au comité de nomination et au comité de rémunération. Toutefois, une quatrième corrélation significative positive a été isolée par le modèle de régression, concernant la rentabilité boursière rapportée aux indemnités de cessation des fonctions des dirigeants, ce qui témoigne d'une limite aux observations précédentes.

Les résultats de régression permettent également de constater un impact limité des variables de structure organisationnelle et de volatilité sur les déclarations de gouvernance. D'abord, la croissance des entreprises, supposée générer des reconfigurations organisationnelles entraînant des difficultés pour les entreprises à respecter les recommandations des codes de bonne conduite, produit effectivement cet effet, d'une part, sur la conformité des entreprises allemandes aux recommandations liées à la rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions et aux recommandations relatives à la composition du conseil et des comités, et d'autre part, sur la conformité des entreprises britanniques aux recommandations relatives à l'ensemble des items de gouvernance (*full compliance*) et la composition du conseil et des comités. Ensuite, la relation entre la proportion des immobilisations corporelles et la conformité aux recommandations des codes de bonne conduite est positive et significative notamment, pour la France, sur l'ensemble des items de gouvernance (*full compliance*), le statut individuel de l'administrateur et la rémunération des dirigeants en actions, pour l'Allemagne, le statut individuel de l'administrateur, la composition du conseil et des comités, l'existence et le fonctionnement des comités et l'âge des dirigeants, et enfin, pour le Royaume-Uni, le statut individuel de l'administrateur. Ces résultats indiquent, en partie, que les entreprises ayant de faibles opportunités d'investissement sont celles qui déclarent le plus de conformité aux recommandations des codes de bonne conduite. Par ailleurs, en ce qui concerne la relation entre les dépenses discrétionnaires et les conformités déclarées aux codes de bonne conduite, les résultats des régressions sont mitigés. D'une part, on observe sur l'échantillon français une relation négative entre le montant des dépenses en R&D et la conformité intégrale des entreprises aux

---

<sup>425</sup> Macneil I., Li X. (2006), « Comply or Explain: Market Discipline and Non-compliance with the Combined Code », *Corporate Governance – An International Review*, 14(5), p. 486-496.

<sup>426</sup> Refait-Alexandre C., Duhamel J.C., Fasterling B. (2014), « La recherche de légitimité par la conformité aux codes de gouvernance. Une analyse des déclarations de conformité des sociétés françaises du SBF 120 », *Management et Avenir*, vol. 3, n° 69, p. 32-51.

recommandations du code AFEP-MEDEF. Cependant, au niveau des méta-variables, deux relations significatives ressortent, la première est négative et concerne les recommandations relatives au statut individuel du dirigeant tandis que la seconde est positive et concerne les recommandations sur la rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions. D'autre part, une relation positive et significative est observée au niveau de l'échantillon allemand entre le montant des dépenses en R&D et la conformité à l'ensemble des variables de gouvernance et à la méta-variable relative aux recommandations liées à la rémunération courante des dirigeants. Enfin, aucune relation significative n'est observée sur l'échantillon britannique concernant la relation entre les dépenses discrétionnaires et la conformité aux recommandations des codes de bonne conduite. Ces remarques confirment les présuppositions considérant les dépenses discrétionnaires comme une source d'inquiétude pour les investisseurs les poussant à exiger des dirigeants davantage de transparence notamment par le biais des déclarations de conformité. En effet, la divulgation d'une information transparente a pour effet de réduire les asymétries d'informations et donc rassurer les investisseurs (Verrecchia, 2001)<sup>427</sup>. Toutefois, le résultat inverse et inattendu constaté sur l'échantillon français, tout comme la non-significativité des relations sur l'échantillon britannique, limitent l'étendue de cette conclusion : les dirigeants des entreprises impliquées dans des activités de R&D ne cherchent pas forcément à rassurer les investisseurs au travers de plus fortes conformités aux recommandations des codes de bonne conduite.

Par ailleurs, la présupposition sur l'effet de l'endettement peut être confirmée, le transfert d'une partie des conflits d'agence aux créanciers jouant défavorablement sur la conformité des entreprises françaises, allemandes et britanniques à certaines recommandations des codes de bonne conduite. Concernant les variables de structure de capital, les résultats de régression montrent un certain effet positif de la proportion des capitaux détenus par les investisseurs institutionnels sur la conformité des entreprises françaises seulement. Le même constat est observé pour l'effet des capitaux détenus par les salariés où une relation positive est observée sur l'ensemble des trois pays à l'exception de la conformité des entreprises allemandes aux recommandations relatives à la rémunération courante des dirigeants. À l'inverse, on constate que l'effet des capitaux détenus par les *insiders* est négatif sur les déclarations de gouvernance des entreprises des trois pays : plus la part du capital détenu par les dirigeants, les administrateurs ou leur famille est importante, moins la société se conforme au code de gouvernance. L'effet de la présence d'*insiders* dans le capital des sociétés, non pas sur la conformité, mais sur la qualité de la communication de la société, a déjà été stigmatisé ; par exemple, l'étude menée par Gelb (2000)<sup>428</sup> aux États-Unis indique une relation négative entre la qualité de la communication et le pourcentage de capital détenu par les administrateurs, les dirigeants et les actionnaires importants. Inversement, Healy et al. (1999)<sup>429</sup> et Bushee et Noe (2000)<sup>430</sup> montrent que les investisseurs institutionnels sont des agents très exigeants en termes de communication et d'informations publiées par les entreprises.

Enfin, les résultats des régressions montrent un effet significatif et positif de la taille et de la volatilité sur la conformité des entreprises françaises et allemandes à certaines recommandations des codes de bonne conduite. Plusieurs travaux de recherche tels que Ahmed et Courtis (1999)<sup>431</sup>, Bujaki et

---

<sup>427</sup> Verrecchia R. (2001), « Essays on disclosure », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, p. 97-180

<sup>428</sup> Gelb D. S. (2000), « Managerial ownership and accounting disclosures: an empirical study », *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15 (2) : 169-185.

<sup>429</sup> Healy P. M., Hutton A., Palepu K. G. (1999), « Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure », *Contemporary Accounting Research* 16 : 485-520.

<sup>430</sup> Bushee B.J., Noe C.F. (2000), « Corporate disclosure practices, Institutional investors, and stock return volatility », *Journal of Accounting Research* 38 (Supplement) : 171-202.

<sup>431</sup> Ahmed K., Courtis J. (1999), « Association between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta analysis », *British Accounting Review*, Vol.31, pp. 35-61.

McConomy (2002)<sup>432</sup> et Labelle (2002)<sup>433</sup>, soutiennent ce constat et considèrent que la qualité de la divulgation des informations augmente avec la taille de l'entreprise. Également, Cohen (2006)<sup>434</sup> et Petersen et Plenborg (2006)<sup>435</sup> montrent qu'un environnement informationnel riche a tendance à réduire la volatilité des actions sur le marché. Ainsi les dirigeants des entreprises dont les actions sont fortement volatiles auraient tendance à rapporter dans leur déclaration de gouvernance davantage de conformité aux recommandations des codes de bonne conduite pour rassurer les investisseurs et atténuer la volatilité.

---

<sup>432</sup> Bujaki M., McConomy B.J. (2002), « corporate governance: factors influencing voluntary disclosure by publicly traded Canadian firms », *Canadian Accounting Perspectives*, pp. 105-139.

<sup>433</sup> Labelle R. (2002), « The statement of corporate governance practices (SCGP): a voluntary disclosure and corporate governance perspective », HEC Montréal, Working Paper, 35p.

<sup>434</sup> Cohen D. (2006), « Does information risk really matter? An analysis of the determinants and economic consequences of financial reporting quality », *Working paper*, North-western University

<sup>435</sup> Petersen C., Plenborg T. (2006), « Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark », *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 15, p. 127- 149.

**Tableau 11 : Résultats des régressions pour l'échantillon français**

Variables	Conformité relative :			
	à l'ensemble des items de gouvernance	au statut individuel de l'administrateur	à la composition du conseil et des comités	au fonctionnement du conseil
Constante	<b>-5,095</b>	-1,664	-0,113	<b>3,696</b>
ROA	-0,015	-0,011	-0,048	0,06
RP	0,001	0,019	0,019	-0,006
RET	-0,002	0	-0,001	-0,003
Δ Actif	-0,012	-0,002	-0,001	0,018
Actifs Corporel	<b>0,026</b>	<b>0,021</b>	-0,011	-0,013
R&D	<b>-0,405</b>	-0,046	-0,005	-0,075
Dettes	-0,01	<b>-0,011</b>	<b>-0,01</b>	-0,013
Cap. Inv. Inst.	0,023	<b>0,022</b>	-0,01	0
Cap. Emp.	0,01	-0,001	0,011	0,001
Cap. Insiders	<b>-0,026</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,012</b>
Volatilité	<b>0,075</b>	<b>0,034</b>	<b>0,039</b>	<b>0,089</b>
Taille	0,62	-0,07	<b>0,616</b>	<b>-0,821</b>
Nombre d'observations	<b>511</b>	<b>511</b>	<b>511</b>	<b>511</b>
R2 de Nagelkerke	<b>0,211</b>	<b>0,141</b>	<b>0,168</b>	<b>0,156</b>

**Tableau 11 : Résultats des régressions pour l'échantillon français (suite)**

Variables	Conformité relative :			
	au fonctionnement du comité d'audit	au statut individuel du dirigeant	à la rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions	à la rémunération des dirigeants en actions
Constante	<b>4,643</b>	-1,513	2,463	-1,555
ROA	0,002	-0,024	<b>-0,082</b>	0,048
RP	-0,007	0,005	-0,009	-0,002
RET	-0,001	0,004	0,001	-0,004
Δ Actif	0,007	-0,005	-0,013	-0,009
Actifs Corporel	-0,005	0,008	-0,002	<b>0,02</b>
R&D	-0,073	<b>-0,126</b>	<b>0,205</b>	0,017
Dettes	0,007	0,004	0,01	-0,008
Cap. Inv. Inst.	-0,003	<b>0,057</b>	-0,022	0,01
Cap. Emp.	0,015	<b>0,022</b>	-0,007	0,003
Cap. Insiders	0,008	-0,002	-0,001	0
Volatilité	-0,006	<b>0,046</b>	0,024	<b>0,059</b>
Taille	-0,669	<b>0,75</b>	0,027	-0,383
Nombre d'observations	<b>511</b>	<b>511</b>	<b>511</b>	<b>511</b>
R2 de Nagelkerke	<b>0,157</b>	<b>0,199</b>	<b>0,134</b>	<b>0,095</b>

Significatif au seuil de 5% – Significatif au seuil de 10%

**Tableau 12 : Résultats des régressions pour l'échantillon allemand**

Variables	Conformité relative :			
	à l'ensemble des items de gouvernance	au statut individuel de l'administrateur	à la composition du conseil et des comités	à l'existence et au fonctionnement des comités
Constante	<b>-7,592</b>	<b>-23,322</b>	<b>-5,312</b>	12,413
ROA	-0,076	-0,372	0,006	-0,067
RP	-0,033	-2,453	0,044	-0,084
RET	-0,003	-0,036	-0,010	0,006
Δ Actif	-0,004	0,060	<b>-0,030</b>	0,014
Actifs Corporel	0,040	<b>1,119</b>	<b>0,033</b>	<b>0,106</b>
R&D	<b>0,212</b>	4,758	0,029	0,004
Dettes	<b>-0,049</b>	0,705	<b>-0,050</b>	<b>-0,089</b>
Cap. Inv. Inst.	-0,010	-0,055	-0,025	-0,065
Cap. Emp.	-0,022	0,034	<b>-0,030</b>	-0,006
Cap. Insiders	-0,010	0,599	-0,016	<b>-0,051</b>
Volatilité	0,049	0,384	<b>0,082</b>	<b>0,154</b>
Taille	<b>2,027</b>	8,232	<b>1,533</b>	<b>1,419</b>
Nombre d'observations	<b>351</b>	<b>351</b>	<b>351</b>	<b>351</b>
R2 de Nagelkerke	<b>0,333</b>	<b>0,275</b>	<b>0,314</b>	<b>0,274</b>

**Tableau 12 : Résultats des régressions pour l'échantillon allemand (suite)**

Variables	Conformité relative :			
	à l'âge des dirigeants	au statut individuel des dirigeants	à la rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions	à la rémunération courante des dirigeants
Constante	6,178	1,766	22,985	,301
ROA	0,109	0,024	-0,022	-0,013
RP	<b>-0,358</b>	-0,017	0,081	<b>-0,071</b>
RET	0,001	-0,003	<b>0,016</b>	-0,002
Δ Actif	0,014	0,001	<b>-0,040</b>	0,005
Actifs Corporel	<b>0,081</b>	-0,013	0,000	0,022
R&D	0,466	-0,094	-0,156	<b>0,249</b>
Dettes	-0,041	-0,007	<b>-0,047</b>	0,000
Cap. Inv. Inst.	3,155	0,082	0,041	-0,017
Cap. Emp.	-0,012	-0,011	0,015	<b>0,033</b>
Cap. Insiders	-0,004	-0,002	<b>-0,034</b>	0,002
Volatilité	0,002	-0,036	0,011	-0,017
Taille	<b>1,573</b>	0,256	0,272	0,385
Nombre d'observations	<b>351</b>	<b>351</b>	<b>351</b>	<b>351</b>
R2 de Nagelkerke	<b>0,279</b>	<b>0,145</b>	<b>0,198</b>	<b>0,146</b>

Significatif au seuil de 5% – Significatif au seuil de 10%

**Tableau 13 : Résultats des régressions pour l'échantillon britannique**

Variables	Conformité relative :				
	à l'ensemble des items de gouvernance	au statut individuel de l'administrateur	à la composition du conseil et des comités	au fonctionnement du conseil et des comités	à la rémunération des dirigeants en actions
Constante	0,917	-0,418	-0,203	19,194	-269,646
ROA	-0,016	0,000	0,000	-0,086	-1,272
RP	0,007	-0,003	-0,003	0,003	3,336
RET	0,006	0,006	0,007	0,007	-0,043
Δ Actif	<b>-0,010</b>	-0,012	<b>-0,013</b>	0,004	-0,145
Actifs Corporel	0,002	<b>0,013</b>	0,010	-0,024	-0,637
R&D	0,044	-0,007	0,101	-0,110	-2,672
Dettes	<b>-0,021</b>	<b>-0,029</b>	-0,005	-0,004	5,355
Cap. Inv. Inst.	0,005	<b>0,049</b>	-0,009	0,013	0,513
Cap. Emp.	0,002	-0,009	<b>0,040</b>	-0,020	-0,760
Cap. Insiders	<b>-0,037</b>	0,001	<b>-0,051</b>	-0,020	0,241
Volatilité	-0,012	-0,019	-0,001	0,048	4,091
Taille	-0,025	0,241	0,639	0,871	29,458
Nombre d'observations	485	485	485	485	485
R2 de Nagelkerke	<b>0,135</b>	<b>0,152</b>	<b>0,144</b>	<b>0,086</b>	<b>0,060</b>

Significatif au seuil de 5% – Significatif au seuil de 10%

## Conclusion du chapitre 2 :

L'hypothèse d'une gouvernance des valeurs de l'entreprise au travers de sa communication sur sa conformité aux codes de bonne conduite a été testée grâce à la mise en œuvre d'une démarche économétrique. Cette dernière n'a pu aboutir que par l'élaboration préalable d'une base de données couvrant les entreprises des principaux indices boursiers français, allemand et britannique, sur la période 2011 – 2015. Cette base, tout à fait originale, intègre donc un historique des déclarations de gouvernance des entreprises relevant du panel vis-à-vis d'une série de recommandations, 65 au total, figurant dans leurs codes de rattachement respectifs.

Le travail de collecte de données a autorisé, dans un premier temps, un précieux retour d'expérience sur les cultures de conformité observables dans les trois pays relevant du champ de l'étude. Au titre des enseignements tirés de la lecture des déclarations françaises, deux éléments essentiels peuvent être relevés. D'abord, les justifications fournies par les sociétés lorsqu'elles font perdurer une situation de non-conformité ont un caractère assez répétitif d'une année sur l'autre. L'expertise de *Labrador*, entreprise de communication spécialisée en matière d'information réglementée, recueillie à l'occasion de la phase d'entretiens semi-directifs présentée dans le premier chapitre de la présente partie, fournit une explication crédible à ce constat : la continuité rédactionnelle de l'information, au fil des rapports annuels, présenterait cet avantage déterminant qu'elle éviterait de perturber le lecteur assidu des déclarations de gouvernance et de susciter chez lui des interrogations inutiles sur une modification formelle de la justification alors même que le pratique sous-jacente n'aurait pas changé. Ensuite, les explications fournies en cas de non-conformité sur certains items de gouvernance donnent lieu à des explications souvent stéréotypées ; dit autrement, un *benchmarking* des justifications s'observe pour certaines recommandations de gouvernance, comme par exemple s'agissant de la qualification d'indépendant donnée à un administrateur dont le mandat au conseil d'administration a dépassé une durée de douze années. Dans cette situation, l'indépendance est mise en balance avec la compétence, cette dernière ayant plus de poids sans évincer pour autant la première. Ce genre de justification stéréotypé accompagne généralement des recommandations pour lesquelles les taux de non-conformité comptent parmi les plus élevés. Le retour d'expérience de cette phase de dépouillement a été également l'occasion d'apprécier des pratiques déclaratives différentes selon les pays. Ainsi, à titre essentiel, les sociétés cotées à Londres ont semblé être davantage imprégnées d'une culture de conformité en comparaison de leurs homologues cotés à Paris ou Francfort. L'écart entre les pratiques s'est surtout avéré flagrant avec l'Allemagne, où les sociétés se veulent bien plus didactiques dans leurs déclarations de gouvernance, tout comme elles manifestent une certaine pusillanimité à l'égard de leur conformité. Ainsi, plusieurs exemples de sociétés allemandes, inobservés en revanche au Royaume-Uni, ont montré que l'entreprise préférerait se considérer non-conforme, par « précaution », dès lors qu'une ambiguïté pouvait exister quant à l'interprétation d'une recommandation de gouvernance. En comparaison, les déclarations britanniques sont apparues bien plus adeptes du « *box-ticking* », les déclarations françaises se situant dans un entre-deux.

Au-delà de ce retour d'expérience, la collecte des données a permis d'élaborer des statistiques descriptives là encore originales, qui offrent un certain recul sur cinq années de déclarations de gouvernance comparées. S'agissant des principaux résultats, il convient de relever que, sur les échantillons, codes et période de référence, 15% des sociétés se déclarent totalement conformes en France, 32,5% en Allemagne et 57% au Royaume-Uni. En outre, en France, les trois premières recommandations les moins appliquées concernent les critères de qualification de l'administrateur indépendant, les modalités d'octroi des stock-options ou actions de performance aux dirigeants exécutifs, et la composition du comité d'audit ; en Allemagne, il s'agit de la composition du conseil d'administration, de l'existence d'une franchise d'assurance en matière de responsabilité des dirigeants exécutifs, et des modalités d'octroi d'indemnités de cessation des fonctions aux dirigeants exécutifs ; au Royaume-Uni, il s'agit des critères de qualification de l'administrateur indépendant, loin



devant le taux d'administrateurs indépendants au conseil d'administration et la composition du comité de rémunération.

Une fois la base de données constituée, la phase économétrique proprement dite était encore à construire. Plusieurs étapes ont été nécessaires pour atteindre cet objectif, à commencer par celle du choix des variables. Dans la mesure où le but de cette phase économétrique était d'identifier les facteurs pouvant impacter la façon dont les sociétés déclarent appliquer les recommandations de gouvernance, celles-ci se sont vues affecter le statut de variables dépendantes. Tous les items de gouvernance ayant fait l'objet de la collecte de données auraient pu correspondre, tels quels, à une variable testable ; le choix méthodologique fut toutefois différent. Ont en effet été élaborées des méta-variables dépendantes, lesquelles résultent des regroupements desdits items, opérés en fonction de leur objet ou finalité commune. Pour résumer, à partir des 65 variables de gouvernance ayant fait l'objet du dépouillement pour les trois pays, 56 ont finalement été retenues pour façonner 14 méta-variables, elles-mêmes relevant de trois grandes catégories : statut individuel de l'administrateur, composition et fonctionnement du conseil et des comités, statut individuel des dirigeants et leur rémunération. Ce choix assumé de constituer des méta-variables fut dicté, d'un point de vue méthodologique, essentiellement par le souci d'éviter une trop forte granularité des variables testées et donc d'aboutir à une trop forte spécificité des corrélations qui aurait risqué de rendre leur analyse inconsistante. Consécutivement à l'élaboration des méta-variables dépendantes, les variables indépendantes liées à la performance et à la structure de la société devaient être sélectionnées. S'agissant des variables indépendantes de performance, trois types furent retenus, retraçant la performance économique (retour sur actif), la performance opérationnelle (ratio de profitabilité), et la performance financière (rentabilité des actions). Quant aux variables structurelles, ont été retenus la croissance de l'entreprise, les opportunités d'investissement, le niveau de dépenses discrétionnaires, la structure des dettes et du capital (notamment la proportion de dettes long terme, ou encore celle des actionnaires institutionnels), la volatilité des actions, la taille de l'entreprise et son secteur d'activité. Comme autant de petites hypothèses testables, des suppositions tenant à la relation (positive ou négative) de chaque variable indépendante avec le degré de conformité aux codes de gouvernance ont été formulées, et ce à l'aune de la grille analytique de l'agence mais aussi des divers éléments de littérature académique ayant été présentés dans la première partie du présent rapport. Par exemple, il fut supposé, comme d'ailleurs l'ont estimé plusieurs interlocuteurs lors des entretiens menés au cours de ce projet, que plus l'entreprise serait performante, moins elle ressentirait la nécessité de se conformer à des pratiques de gouvernance (principe de « *comply or perform* »). Egalement, selon la théorie de l'agence, plus la surveillance opérée par les actionnaires serait intense, moins les dirigeants disposeraient de latitudes discrétionnaires pour développer des pratiques de gouvernance singulières ; cette vision des choses pourrait donc justifier, par exemple, une corrélation positive entre le niveau de présence d'investisseurs institutionnels de référence dans le capital (en l'occurrence à plus de 5% dans l'étude), censés suivre leur investissement plus étroitement que les investisseurs néophytes, et le niveau de conformité de la société aux principes de gouvernance figurant dans les codes de bonne conduite.

Dès lors que les fondements méthodologiques étaient fixés, il ne restait plus qu'à concevoir, puis à alimenter avec les données récoltées, le modèle économétrique proprement dit, basé lui-même sur un modèle logistique de régression. Cette technique, usuelle en économétrie, permet de quantifier la force de l'association entre chaque variable indépendante et des variables dépendantes. Des corrélations significatives ont pu être identifiées, aux seuils de 5% et 10%, ce qui signifie d'un point de vue statistique que les relations de cause à effet sont établies et donc extrapolables avec une marge d'erreur maximale soit de 5% des cas, soit de 10% des cas. Dit autrement, la relation causale entre la variable de performance ou de structure et la variable de gouvernance est statistiquement avérée à une hauteur supérieure à 90%, voire 95% des cas. Concrètement, quelles sont ces corrélations qui furent identifiées ? La conclusion de la seconde partie sera essentiellement consacrée à les récapituler.

## **Conclusion de la 2<sup>ème</sup> partie :**

La consolidation qualitative de l'hypothèse générale de cette seconde partie, ainsi que la collecte de données et la conception méthodologique du modèle économétrique, auront donc au final abouti à isoler certaines corrélations significatives entre la performance ou la structure de la société et son positionnement déclaré aux codes de gouvernance. Ces corrélations signifient que statistiquement, sur notre échantillon, la probabilité qu'une société présentant certaines caractéristiques de performance et de structure adopte un comportement déclaratif déterminé par rapport aux codes de gouvernance est forte, en l'occurrence au minimum de 90% (significatif au seuil de 10%), si ce n'est de 95% (significatif au seuil de 5%). Ces corrélations sont nombreuses. Aussi, il importe de renvoyer aux tableaux exhaustifs figurant à la fin du second chapitre de la présente partie, et bien sûr, plus en amont, aux définitions même des variables pour apprécier en profondeur l'objet des résultats. A titre de synthèse, il convient de reprendre chaque variable indépendante, d'observer dans quelle mesure, dans chaque pays, elle impacte significativement les déclarations des sociétés, et de fournir une interprétation du résultat en fonction des suppositions qui avaient pu être émises à l'occasion du chapitre 2.

### ➤ La performance :

De manière assez contre-intuitive, il n'est globalement pas permis d'observer de relation de causalité significative entre les performances de la société et la façon dont elle déclare se positionner au code de gouvernance. L'idée d'un « *comply or perform* », voulant qu'une société bénéficiant de bons résultats aurait tendance, dans ses déclarations, à s'émanciper des principes de gouvernance, ne ressort pas de l'analyse économétrique. Le corollaire de ce constat est qu'une société dont les performances seraient mauvaises n'aurait pas davantage tendance à se déclarer conforme auxdits principes, et à mettre ce faisant en œuvre une stratégie communicationnelle en matière de gouvernance de sorte à contrebalancer des résultats non satisfaisants. Ces conclusions sont obtenues pour 59 corrélations testées sur un total de 63. Seules 4 corrélations significatives ont donc en effet pu être isolées, à savoir :

. Pour la France : le ratio *ROA* (retour sur actifs) impacte dans un sens négatif la conformité aux recommandations relatives aux rémunérations des dirigeants lors de la prise et de la cessation de fonctions (plus le premier est important, plus la seconde est faible, à un taux de significativité de 95%).

. Pour l'Allemagne : le ratio *RP* (performance opérationnelle) impacte dans un sens négatif la conformité à la limite d'âge des dirigeants exécutifs (plus le premier est important, plus la seconde est faible, à un taux de significativité de 95%), ainsi que la conformité aux recommandations relatives à la rémunération courante des dirigeants (plus le *RP* est important, plus la conformité est faible, à un taux de significativité de 90%) ; le ratio *RET* (rentabilité des titres) impacte dans un sens positif la conformité en matière de rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions (plus le premier est important, plus la seconde est importante, à un taux de significativité de 95%).

Si très majoritairement, les corrélations entre performance et gouvernance ne sont pas significatives d'un point de vue statistique, il est tout de même intéressant de constater que les seules corrélations significatives pouvant être établies entre la performance et la gouvernance concernent des questions liées aux dirigeants exécutifs, s'agissant soit de leur âge, soit de leur rémunération, et que 3 sur 4, vont dans le même sens : une meilleure performance économique de la société, pouvant éventuellement s'expliquer par des dirigeants plus compétents, justifierait que ceux-ci demeurent à leur poste plus tardivement, et bénéficient d'avantages en termes de rémunération non conformes aux meilleures pratiques ; cette explication est toutefois spécifiquement prise en défaut en Allemagne s'agissant des indemnités dues en raison de la cessation des fonctions, non pas sur une variable de performance

économique de la société, mais de rentabilité des titres détenus par les actionnaires. Ce dernier résultat pourrait s'interpréter comme l'appréciation positive que portent les investisseurs sur les marchés envers le respect des bonnes pratiques relatives aux « parachutes dorés ».

➤ Les variables de structure :

- La croissance de l'entreprise :

La croissance de l'entreprise, mesurée par la variation du total de ses actifs, n'a pas d'effet significatif sur les déclarations de gouvernance françaises. Elle en a en revanche sur les déclarations allemandes et britanniques, et ce qui est digne d'intérêt, dans un sens toujours négatif : plus la croissance de la société est forte, moins la société est conforme aux recommandations des codes dans les champs suivants :

. Pour l'Allemagne : composition du conseil et des comités (taux de significativité de 90%), rémunérations des dirigeants lors de la cessation des fonctions (taux de significativité à 90%).

. Pour le Royaume-Uni : ensemble des items de gouvernance du code (*full compliance*) (taux de significativité à 90%), composition du conseil et des comités (taux de significativité à 95%).

La similarité du sens de ces corrélations pour les deux pays, de surcroît sur une méta-variable commune, confère à ce résultat une vraie robustesse, et permet de conclure avec force à une relation de causalité pouvant exister entre la croissance forte et rapide de l'entreprise et la plus faible application des recommandations des codes de gouvernance, spécifiquement en matière de composition du conseil et des comités. L'explication fondée sur des reconfigurations organisationnelles dues à cette croissance, qui impliquent de rompre avec une certaine stabilité de la gouvernance, peut être avancée de manière assez crédible.

- Le niveau des opportunités d'investissement :

Le niveau des opportunités d'investissement diffère d'une entreprise à une autre en fonction de la conjoncture économique et de sa phase de cycle de vie. Après une période de croissance et d'expansion sur le marché, les entreprises rentrent généralement dans une phase de maturité dans laquelle la principale priorité serait la rentabilisation des moyens d'investissement déjà engagés, au lieu de s'engager dans de nouveaux projets impliquant de nouvelles dépenses d'investissement. Une corrélation positive entre le niveau des immobilisations corporelles nettes et le degré de conformité aux codes de bonne conduite de gouvernance a été supposée, et ressort effectivement des résultats. Le manque d'opportunités d'investissement dû à la maturité des entreprises ou à la sous-exploitation des moyens de production mesuré par la proportion des immobilisations corporelles au niveau des actifs des entreprises conduit, d'après les résultats économétriques, à une meilleure conformité des entreprises à certaines recommandations des codes de bonne conduite :

. Pour la France : conformité à l'ensemble des items de gouvernance (*full compliance*), aux recommandations relatives au statut individuel de l'administrateur et à celles relatives à la rémunération des dirigeants en actions (le tout étant significatif au seuil de 5%).

. Pour l'Allemagne : conformité aux recommandations relatives au statut individuel de l'administrateur (significatif au seuil de 10%), à la composition du conseil et des comités (significatif au seuil de 10%), à l'existence et au fonctionnement des comités (significatif au seuil de 5%), et à l'âge des dirigeants (significatif au seuil de 5%).

. Pour le Royaume-Uni : conformité aux recommandations relatives au statut individuel de l'administrateur (significatif au seuil de 5%).

- Le niveau de dépenses discrétionnaires :

Cette formulation correspond essentiellement au niveau des dépenses de la société consacrées à la recherche et au développement, assimilées en sciences de gestion à une zone discrétionnaire d'arbitrage des dirigeants qui se situe hors de contrôle des associés. De sorte à rassurer et convaincre les associés du bien-fondé de ces dépenses d'investissement potentiellement importantes mais porteuses de promesses incertaines de rentabilité, la société pourrait être amenée à mettre en avant

une forte conformité aux bonnes pratiques de gouvernance. Qu'en est-il de la réalité statistique ? Si l'on s'en remet à la variable R&D, les quelques corrélations significatives observables en France et en Allemagne ne permettent pas de confirmer ou d'infirmer de manière nette cette hypothèse. A titre d'exemple, alors que des dépenses importantes en recherche et développement en Allemagne vont entraîner fréquemment une conformité totale au code allemand (*full compliance*) (corrélation significative à 90%), elles vont entraîner fréquemment en France une conformité seulement partielle au code français (corrélation significative à 95%). Cette différence est-elle seulement explicable par des sensibilités au risque d'investissement productif, et donc au statut de la recherche et développement dans l'entreprise, différentes en France et en Allemagne ? Peut-être, mais il serait vraisemblablement téméraire d'avancer plus avant sur cette voie argumentative.

- Niveau des dettes à long terme :

Les corrélations sont uniformes, pour les trois pays, s'agissant des effets que provoquent de manière significative les dettes à long terme de la société sur sa communication en matière de gouvernance. Systématiquement, ce niveau de dettes agit de manière négative sur la conformité aux recommandations de gouvernance : un haut niveau de dettes à long terme de la société entraîne un taux de non-conformité aux recommandations significativement plus élevé. Sont ainsi concernées :

- . Pour la France : statut individuel de l'administrateur et composition du conseil et des comités (significatifs au seuil de 10%).
- . Pour l'Allemagne : conformité à l'ensemble des items de gouvernance (*full compliance*), composition du conseil et des comités, existence et fonctionnement des comités, rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions (significatifs au seuil de 5%).
- . Pour le Royaume-Uni : conformité à l'ensemble des items de gouvernance (*full compliance*), statut individuel de l'administrateur (significatifs au seuil de 5%).

Le ratio Dettes/Actifs permet d'apprécier la structure de financement de la société, et en particulier les choix que la société aura pu opérer pour assurer son développement par l'intermédiation bancaire plutôt que par ses capitaux propres. Si la gouvernance est saisie au travers de la puissante doctrine gestionnaire de l'agence, alors ces corrélations sont cohérentes : ayant pour objectif de réduire les coûts d'agence entre le principal, détenteur du capital, et l'agent, dirigeant de l'entreprise, les exigences en termes de conformité aux principes de gouvernance d'entreprise seraient d'autant plus fortes que la société déciderait de faire peser son financement sur les investisseurs de haut de bilan. A l'inverse, moins le financement de l'entreprise serait assumé par le capital, moins la pression pour se conformer aux principes de gouvernance serait intense. Les résultats unidirectionnels, dans chaque pays, et sur plusieurs méta-variables, incitent à donner du crédit à cette vision théorique des choses.

- Structure du capital :

Trois variables indépendantes ont catalysé la structure du capital, à savoir : la proportion d'actions détenues par les salariés, par les investisseurs institutionnels et par les *insiders* (en particulier les dirigeants et actionnaires de contrôle). Ces variables peuvent être appréhendées par la grille analytique de l'agence, laquelle témoigne en la matière d'une logique relativement élémentaire. Plus les dirigeants seraient soumis à une pression externe du capital (provenant d'investisseurs institutionnels, mais encore d'actionnaires salariés), plus ils auraient tendance à se conformer aux meilleures pratiques figurant dans les codes de gouvernance. En revanche, plus les dirigeants seraient indépendants vis-à-vis de cette pression externe, notamment en leur qualité d'actionnaires de contrôle, moins ils seraient incités à respecter les principes des codes de gouvernance. Que montrent les résultats de régression ?

S'agissant de la présence d'investisseurs institutionnels de référence dans le capital (à plus de 5%) :

- . Pour la France : deux méta-variables sont corrélées significativement et positivement à cette variable indépendante, soit le statut individuel de l'administrateur (significativité à 90%) et le statut individuel du dirigeant (significativité à 95%).
- . Pour le Royaume-Uni : le statut individuel de l'administrateur est corrélé significativement (à hauteur de 90%) et positivement à cette variable indépendante.

S'agissant de la proportion d'actionnaires salariés de l'entreprise dans le capital :

- . Pour la France : le statut individuel du dirigeant est corrélé significativement (à hauteur de 95%) et positivement à cette variable indépendante.
- . Pour l'Allemagne : la composition du conseil et des comités est corrélée significativement (à hauteur de 95%) et négativement à cette variable indépendante, tandis que la rémunération courante des dirigeants lui est corrélée significativement (à hauteur de 90%) et positivement.
- . Pour le Royaume-Uni : la composition du conseil et des comités est corrélée significativement (à hauteur de 95%) et positivement à cette variable indépendante.

S'agissant de la proportion des actions détenues par les *insiders* dans le capital :

- . Pour la France : quatre méta-variables sont corrélées significativement et négativement à cette variable indépendante, soit l'ensemble des items de gouvernance (*full compliance*) (corrélation significative à 95%), le statut individuel de l'administrateur (corrélation significative à 95%), la composition du conseil et des comités (corrélation significative à 95%), le fonctionnement du conseil (corrélation significative à 90%).
- . Pour l'Allemagne : deux méta-variables sont corrélées significativement (à hauteur de 95%) et négativement à cette variable indépendante, soit l'existence et le fonctionnement des comités et la rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions.
- . Pour le Royaume-Uni : deux méta-variables sont corrélées significativement (à hauteur de 95%) et négativement à cette variable indépendante, soit l'ensemble des items de gouvernance (*full compliance*) et la composition du conseil et des comités.

De tous ces éléments, il ressort quelques conclusions saillantes. La détention d'une part significative du capital par le dirigeant ou sa famille, voire la présence d'un actionnaire de contrôle, accroît de manière très nette, dans tous les pays de l'échantillon et notamment sur les questions d'existence et de fonctionnement des conseils ou des comités, la probabilité d'une non-conformité au code de gouvernance. De même, en France et au Royaume-Uni, le même phénomène s'observe s'agissant de la probabilité de conformité partielle au code (*non-full compliance*). Ce résultat confirme l'approche de la théorie de l'agence, voulant que l'implication forte des dirigeants dans le capital social ou la présence d'un actionnaire de contrôle réduit les incitations à l'application des principes de bonne gouvernance, tels qu'ils peuvent figurer dans les codes du même nom. Ce résultat est par ailleurs prolongé par celui relatif à la présence d'investisseurs institutionnels de référence dans le capital : leur présence accroît de manière significative, en France et au Royaume-Uni, la probabilité d'être conforme au sujet du statut individuel de l'administrateur (sous-entendu, essentiellement en matière de qualification d'administrateur indépendant), et en France, du statut individuel du dirigeant (notamment la question du cumul du mandat social et d'un contrat de travail). Là encore, à chaque fois qu'une corrélation significative apparaît, elle confirme l'approche distillée par la théorie de l'agence. En revanche, s'agissant de la présence d'une proportion forte d'actionnaires salariés, il est plus difficile d'observer une homogénéité dans les corrélations significatives identifiables par la régression. Ce constat rejoint finalement la difficulté théorique à identifier le rôle exact que peuvent jouer les salariés au regard de la théorie de l'agence, c'est-à-dire dans le supposé conflit d'intérêts existant entre le détenteur du capital et le gestionnaire de ce capital, et qu'est censé atténuer la mise en œuvre des principes de gouvernance. Les salariés peuvent être considérés, notamment eu égard à leur état de subordination, comme incapables d'entraver les marges d'actions discrétionnaires des dirigeants ; mais sous un autre point de vue, ils peuvent être tenus pour des détenteurs de capital développant une connaissance particulièrement importante de l'activité de l'entreprise, de son évolution et de sa stratégie, rendant par là même beaucoup plus délicat l'exercice autocratique du pouvoir par les dirigeants... Cette ambivalence qui s'attache à la qualité de l'actionnariat salarié pourrait expliquer l'absence de résultats homogènes à l'échelle des trois pays, au sein desquels, du reste, la place des salariés dans la gestion de l'entreprise peut amplement diverger d'un point de vue légal.

- Volatilité des actions :

La volatilité des actions est une variable importante d'un point de vue financier. Comme il l'a été exposé plus avant dans le chapitre 2, la volatilité des actions est en effet un risque majeur pesant sur les actionnaires, qui précarise leurs espoirs de pouvoir bénéficier d'un retour sur investissement. Le dirigeant de société pourrait éprouver un intérêt à stabiliser le cours, dans l'optique de rassurer les financeurs potentiels de la société en haut de bilan, et aussi parce que lui-même, au travers de sa rémunération basée sur des actions (stock-options et actions de performance), y trouverait un intérêt. Le moyen de stabiliser ce cours passe-t-il par une communication rassurante auprès des investisseurs, fondée sur la conformité de la société aux pratiques de gouvernance ? On avouera que l'assez faible crédibilité dont jouissait cette hypothèse auprès des promoteurs de cette recherche tranche singulièrement avec les corrélations spectaculaires dont elle bénéficie, ne serait-ce que pour la France.

. Pour la France : sont corrélées significativement et positivement à la volatilité des actions, la conformité à l'ensemble des items de gouvernance (*full compliance*) (significativité à hauteur de 95%), au statut individuel de l'administrateur (significativité à hauteur de 90%), à la composition du conseil et des comités (significativité à hauteur de 90%), au fonctionnement du conseil (significativité à hauteur de 95%), au statut individuel du dirigeant (significativité à hauteur de 90%) et à la rémunération des dirigeants en actions (significativité à hauteur de 95%).

. Pour l'Allemagne : sont corrélées significativement (à hauteur de 95%) et positivement à la volatilité des actions, la composition du conseil et des comités, l'existence et le fonctionnement des comités.

La récurrence de la significativité des corrélations pour les sociétés françaises mériterait peut-être une étude approfondie à elle seule... Ce constat pour la France apparaît d'autant plus singulier qu'il est de bien moindre ampleur pour l'Allemagne, et inexistant pour l'Angleterre, alors même que dans ce dernier pays, la place des rémunérations des dirigeants basées sur des actions est loin d'être anodine. La prudence semble donc devoir guider l'interprétation de ce résultat.

- Taille de l'entreprise :

Le critère retenu pour apprécier la taille de l'entreprise s'est fondé sur le niveau de sa capitalisation boursière, autant dire qu'il s'est agi d'identifier les liens entre la valeur conférée à l'entreprise par le marché et sa communication en matière de gouvernance.

. Pour la France : deux corrélations significatives (à hauteur de 90%) positives ont pu être identifiées entre la capitalisation de la société et, d'une part, sa conformité en matière de composition du conseil et des comités, et d'autre part, le statut individuel du dirigeant ; en revanche, une corrélation négative et significative (à hauteur de 90%) a été obtenue entre la capitalisation de la société et les recommandations en matière de fonctionnement du conseil.

. Pour l'Allemagne : des corrélations significatives positives ont pu être établies entre la capitalisation boursière de la société et sa conformité à l'ensemble des items de gouvernance (*full compliance*) (corrélation significative à 95%), à la composition du conseil et des comités (corrélation significative à 95%), à l'existence et au fonctionnement des comités (corrélation significative à 90%) et à l'âge des dirigeants (corrélation significative à 95%).

Que faut-il en déduire ? Plus la société est grande, plus elle est placée sous l'observation des investisseurs, et notamment institutionnels dans la mesure où ses titres font l'objet d'une gestion indicielle. Dit autrement, les arbitrages sur une société appartenant par exemple au CAC 40 sont potentiellement plus nombreux que ceux portés sur une société du SBF 120, par définition plus petite en taille et ayant pu émettre moins de titres. Le sens homogène de corrélation entre la taille de l'entreprise et sa conformité à certaines méta-variables, excepté un cas pour la France, tendrait à conforter l'hypothèse d'une plus forte adaptation des grandes sociétés aux principes de gouvernance, relayant ce faisant de plus fortes attentes exprimées notamment de la part des investisseurs institutionnels. Le constat est surtout vrai pour l'Allemagne.



## ***Conclusion générale :***

Il n'est sans doute pas souhaitable de conclure par une énième synthèse une recherche qui a amené sur des terrains d'investigation empiriques et intellectuels aussi divers et variés ; le souci des auteurs du présent rapport a justement été d'accompagner le lecteur dans l'enchaînement progressif des différentes parties de l'étude, par le biais d'introductions et de conclusions intermédiaires auxquelles il convient de renvoyer à titre de synthèse globale. Tout au plus est-il utile de souligner une dernière fois les éléments essentiels suivants.

La valeur de la gouvernance d'entreprise sera effectivement apparue difficilement évaluable, à la fois du point de vue du droit et des sciences de gestion. Ce constat aura permis de renforcer la pertinence d'un autre angle d'approche, plus original, assumant une gouvernance des valeurs de l'entreprise au travers de sa communication relative aux codes de bonne conduite. Cette hypothèse a pu être partiellement confirmée, non pas à l'égard de variables de performance qui impacteraient la façon de se conformer aux codes, mais à l'égard de variables structurelles qui ont pu témoigner de corrélations significatives avec la conformité aux recommandations de gouvernance. Ainsi, à titre d'exemple, plus les entreprises connaissent des phases de croissance ou des niveaux d'endettement importants, moins elles auront tendance à se déclarer conformes aux recommandations du code, ce qui peut trouver une justification théorique dans les nécessaires reconfigurations organisationnelles occasionnées par cette croissance, et dans la plus faible dépendance vis-à-vis des investisseurs qu'implique une prédominance du bas de bilan dans le financement de l'entreprise. Autre exemple, plus la présence d'investisseurs institutionnels dans le capital est forte, plus la société aura tendance à se déclarer conforme aux codes, ce que confirme notamment la grille analytique théorique de l'agence. Ces résultats significatifs apportent, parmi d'autres, de la robustesse à l'hypothèse d'une sujétion de la gouvernance à l'aune de réalités qui la dépassent, appréciées en termes de caractéristiques structurelles de l'entreprise. En revanche, il faut redire que cette conclusion n'a pu être tirée de manière évidente s'agissant des performances de l'entreprise, réduisant par là même la pertinence de l'idée voulant que la société pourrait être tentée d'utiliser sa communication dans le domaine de la gouvernance à des fins promotionnelles, stratégiques, dans l'optique de contrebalancer ses performances décevantes. Ces résultats étant posés, il importe de manière ultime d'en refixer le cadre, de les resituer dans leur contexte et partant, de laisser entrevoir leurs limites.

D'abord, il faut bien voir dans la démarche du présent rapport une analyse de contingences et de facteurs exogènes pesant sur la conformité aux codes de bonne conduite, analyse opérée sur une base déclarative. Il ne s'agit pas d'une étude ayant consisté à observer la réalité des pratiques dans l'entreprise, ce qui du reste aurait été impossible à mettre en œuvre, mais les déclarations émises par les sociétés, postulées comme vraies... L'objet de l'étude n'a donc pas été d'analyser l'impact de variables indépendantes sur la gouvernance, mais sur les déclarations de gouvernance, c'est-à-dire sur la communication de la société à propos de sa propre gouvernance, ce qui est sensiblement différent.

Ensuite, la phase économétrique de ce rapport ne peut pas prétendre avoir été menée à partir d'un modèle de régression optimal et absolu, en dépit des précautions prises (variables de contrôle et matrices de corrélation) pour générer des résultats solides. Par exemple, un biais tel que l'effet d'apprentissage, c'est-à-dire la nécessaire période d'adaptation des sociétés aux nouvelles versions de leur code de rattachement édités durant la période de référence, pourrait spécifiquement caractériser une limite méthodologique à la démarche de la présente étude.

Enfin, il convient de rappeler que les résultats obtenus ne sont pas universalisables, qu'ils ne constituent pas des lois transposables dans n'importe quel contexte. Ils ne pourraient être extrapolés à d'autres sociétés, cotées sur d'autres marchés et/ou d'autres pays, qu'avec extrême réserve ; toute



tentative (et tentation) en ce sens ne serait qu'une projection de résultats sur des échelles dissemblables, procédé indéfendable au strict plan économétrique. Dans le même esprit, les résultats produits sont objectifs pour la période observée, soit 2011-2015, et seulement pour cette période. Il serait toutefois, bien entendu, particulièrement intéressant d'observer dans quelle mesure les conclusions de l'étude pourraient être confirmées, ou infirmées, au-delà de cette période, et pour un panel d'entreprises plus large. A cette fin, le cadre méthodologique étant établi, ne resterait qu'à mobiliser à nouveau les énergies nécessaires pour inscrire la démarche de ce rapport dans la durée.

## Bibliographie

Note : la présentation formelle des notices bibliographiques propre à la discipline juridique et aux sciences de gestion a été conservée.

### Bibliographie juridique :

#### Ouvrages et rapports :

AMF, *Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans 10 pays européens*, 30 Mars 2016.

De Béchillon (D.), *Qu'est-ce qu'une règle de droit ?* éd. Odile Jacob, 1997.

Bentham J, *The Panopticon Writings*, Ed. Miran Bozovic, Verso, London, 1995.

Blanchet (A.), Ghiglione (R.), Massonat (J.), Trognon (A.), *Les techniques d'enquête en sciences sociales*, Dunod, 2013, spéc. p. 147.

Bonneau (T.), Drummond (F.), *Droit des marchés financiers*, 2<sup>ème</sup> éd., Paris, Economica, 2005.

Bourdieu (P.), Chamborédon (J.-C.), Passeron (J.-C.), *Le métier de sociologue. Préalables épistémologique*, 5<sup>ème</sup> éd., Berlin – New-York, Monton - De Gruyter, 2005.

Brandeis (L. D.), *Other People's Money and How the Bankers Use It*, Harper's Weekly, 1914.

Bréchon (P.) (dir.), *Enquêtes qualitatives, enquêtes quantitatives*, PUG, 2011.

Brunet (F.), *La normativité en droit*, Mare et Martin, 2011.

Carbonnier (J.), *Essais sur les lois*, 2<sup>ème</sup> éd., Defrénois, 1995.

Carbonnier (J.), *Sociologie juridique*, coll. Quadrige, Puf, 1994.

Le Club des Juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, novembre 2014.

Commission européenne, *Stratégie pour l'égalité entre les femmes et les hommes 2010-2015*, septembre 2010.

Commission européenne, *Les femmes dans les instances de décision économique au sein de l'UE : rapport de suivi*, Mars 2012.

Commission européenne, Livre vert, *Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, 2011.

Deumier (P.), *Le droit spontané*, Economica, 2002.

Dolidon (G.), *Les manipulations de marché*, Paris, Revue Banque éd., 2003 ;

Duhamel (J.-C.), *Le pouvoir du capital dans la société anonyme : essai sur la société anonyme en tant que technique d'organisation du pouvoir juridique et structure de concentration du pouvoir économique*, thèse Lille 2, 2011 ;

Fages (B.), *Synthèse des réponses à la consultation publique du 24 mai 2016 relative à la révision du code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, 24 novembre 2016.

Ghiglione (R.), Matalon (B.), *Les enquêtes sociales. Théories et pratiques*, Armand Colin, 1998.

Labbée (X.), *Les critères de la norme juridique*, Presses Universitaires de Lille, 1994.

Lasserre (V.), *Le nouvel ordre juridique. Le droit de la gouvernance*, LexisNexis, 2015.

Libchaber (R.), *L'ordre juridique et le discours du droit. Essai sur les limites de la connaissance du droit*, LGDJ, 2013.

Marty (G.), Raynaud (P.), *Introduction générale à l'étude du droit*, Sirey, 1972.

Montaigne, *Les Essais*, II, XVII, coll. *La Pléiade*, Gallimard, 2007.

Oppetit (B.), *Philosophie du droit*, Dalloz, 1999.

Poulle (J.-B.), *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise. Le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, L'harmattan, 2011.

RiskMetrics, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 23 septembre 2009, p. 83.

Romano (S.), *L'ordre juridique*, Dalloz, 1975.

Scholastique (E.), *Le devoir de diligence des administrateurs de sociétés. Droits français et anglais*, LGDJ, 1998.

#### Articles :

Albouy (M.), « Les histoires racontées aux actionnaires », *RFG* 2005, vol. 31, pp. 213-232.

Barbière (J.-F.), « Nouvelle 8<sup>ème</sup> directive "concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés" : réflexions liminaires (Dir. 2006/43/CE, 17 mai 2006) », *Bull. Joly* 2006, n° 10, pp. 1183-1190.

Barbière (J.-F.), « Parité sexuelle obligatoire dans la composition des conseils : le problème des sanctions », *Bull. Joly* 2010, n° 5, pp. 508-509.

Barbière (J.-F.), « L'audit légal réformé par ordonnance (Ordonnance numéro 2016-315, 17 mars 2016) », *Bull. Joly* 2016, n° 5, pp. 294-304.

Barraud (B.), « L'échelle de juridicité : un outil pour mesurer le droit et fonder une théorie syncrétique » (1<sup>ère</sup> Partie), *APD*, tome 56, *L'entreprise multinationale dans tous ses Etats*, 2013, pp. 365-423.

Baron (C.), « Débats autour d'un concept polysémique », *Droit et société* 2003, pp. 329-349.

Berlingin (M.), De Pierpont (G.), Stroobant (P.), « Les règles de "bonne gouvernance" dans le droit des sociétés et le droit économique », in Hachez (I.) (et alii) (co-dir.), *Les sources du droit revisitées*, vol. 3, *Normativités concurrentes*, Anthémis – 2012, pp. 211-254.

Blin-Franchomme (M.-P.), « Prendre la RSE au sérieux ? L'obligation légale d'information sociale, environnementale et sur le développement durable en droit des sociétés », *Journal des sociétés* 2012, n° 100, pp. 44-54.

Champaud (Cl.) et Danet (D.), *RTD com.* 2004, n° 2, pp. 316-319, note ss. CA Paris, 26 septembre 2003.

Chatelin-Ertur (C.), Onnée (S.), « Des forces normatives des Codes de gouvernance des entreprises à la puissance normative du paradigme en économie organisationnelle », in Thibierge (C.) (et alii), *La force normative. Naissance d'un concept*, LGDJ – Bruylant, 2009, pp. 649-661.

Coupet (C.), in « Les normes d'origine privée. Réflexions à partir des recommandations de l'Autorité de régulation professionnelle de la publicité et du code AFEP-MEDEF », *RTD com.* 2015, n° 3, pp. 437-454.

Couret (A.), « Comply or explain : les destinées françaises du principe », *Bull. Joly* 2017, n° 3, pp. 202-208.

Cuzacq (N.), « De l'éthique de la rémunération à la rémunération éthique du dirigeant », *Bull. Joly* 2013, n° 10, pp. 673-687.

Decoopman (N.), « Droit et déontologie. Contribution à l'étude des modes de régulation », in CURAPP, *Les usages sociaux du droit*, Puf, 1989, pp. 87-105.

Delpéch (X.), « Rémunération des dirigeants : abandon de la voie législative », *D.* 2013, n° 20, p. 1347.

Dermerguerian (D.), Delaporte (C.), « Vers un projet d'introduction du say on pay en France », *Option Finance* 2013, n° 1217, p. 38.

Deumier (P.), « Nouvelles normes : règles spontanées et droit délibéré », in Pignarre (J.) (dir.), *Forces subversives et forces créatrices en droit des obligations. Rétrospectives et perspectives à l'heure du Bicentenaire du Code civil*, Dalloz, 2002, pp. 101-120.

Dondéro (B.), « Après tout, faites comme bon vous semble... », *Gaz. Pal.* 29 juin 2013, n° 180, p. 3.

Duhamel (J.-C.), « The "Comply or Explain" Approach as a Pascalian Wager », *Accounting, Economics and Law*, 2015, Vol. 5, Issue 3, pp. 289–293.

Fages (B.), « Les codes de gouvernement d'entreprise : une comparaison franco-allemande », in Menjuçq (M.), Fages (B.) (co-dir.), *Actualité et évolution comparée du droit allemand et français des sociétés*, coll. Thèmes et commentaires, Dalloz, 2010.

- Fages (B.), « Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise », *Bull. Joly* 2009, n° 4, pp. 428-433.
- Farjat (G.), « Nouvelles réflexions sur les codes de conduite privés », in Clam (J.), Martin (G.), *Les transformations de la régulation juridique*, LGDJ, coll. Droit et société, 1998, pp. 151-164.
- Fasterling (B.), Duhamel (J.-C.), « Le *comply or explain* : la transparence conformiste en droit des sociétés », *RIDE* 2009/2, pp. 129-157.
- François (B.), « Consultation sur la rémunération des dirigeants d'entreprise », *Rev. sociétés* 2012, n° 10, pp. 598-600.
- François (B.), « Recommandation n° 2012-14 - Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2013, n° 1, p. 66-68, p. 66.
- François (B.), « Rémunération des dirigeants : publication de décret d'application de la loi "Sapin 2" », *Rev. sociétés* 2017, n° 4, pp. 257-259.
- Gaudement (A.), *Bull. Joly Bourse* 2014, n° 7, pp. 340-342, note ss. Cass. com., 6 mai 2014.
- Germain (M.), « Pluralisme et droit économique », *APD*, tome 49, *Le pluralisme*, 2006, pp. 235-242.
- Germain (M.), Magnier (V.), Noury (M.-A.), « La gouvernance des sociétés cotées », *JCP E* 2013, n° 47, 1638, pp. 18-37.
- Goffaux-Callebaut (G.), « Le plan d'action de la Commission européenne en droit des sociétés : une approche française », *Bull. Joly Sociétés* 2003, pp. 997-1014.
- Jestaz (P.), « Les rapports privés, source de droit privé », in *Autour du droit civil. Ecrits dispersés. Idées convergentes*, Dalloz, 2005, pp. 187-204.
- Klein (J.), « L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées. Pour une meilleure appréhension du préjudice subi par les victimes », *JCP* 2015, n° 15, pp. 738-744.
- Le Cannu (P.), « A propos de la responsabilité "exclusive et collective" des administrateurs et des membres du conseil de surveillance », *RJC* 2009, n° 6, pp. 353-360.
- Le Cannu (P.), « Le code ADAE relatif à la gouvernance des entreprises moyennes françaises », *Bull. Joly* 2016, n° 2, pp. 118-124.
- Le Cannu (P.), Dondero (B.), « La consécration des comités d'audit par l'ordonnance du 8 décembre 2008 », *RTDF* 2009, n° 1-2, pp. 187-192.
- Le Cannu (P.), Dondéro (B.), « Les comités d'audit », in Couret (A.), Le Nabasque (H.), *Les défis actuels du droit des affaires*, Joly éd., 2010, pp. 191-205.
- Lecourt (B.), « L'avenir du droit français des sociétés : que peut-on encore attendre du législateur européen ? », *Rev. sociétés* 2004, n° 2, pp. 223-259.

Lecourt (B.), « La loi DDAC du 3 juillet 2008 réformant le code de commerce dans ses dispositions relatives au gouvernement d'entreprise, aux fusions internes, à la SARL et à la SE », *Rev. soc.* 2008, n° 3, pp. 563-576.

Lecourt (B.), « Audit légal des comptes : de nouveaux textes européens », *Rev. sociétés* 2014, n° 11, pp. 685-689.

Lecourt (B.), « Premiers regards sur l'ordonnance n°2016-315 du 17 mars 2016 relative au commissariat aux comptes, adaptant le droit français au droit européen », *Rev. sociétés* 2016, n° 5, pp. 332-340.

Lucas (F.-X.), « Femmes... Je vous aime... - Réponse à la réponse de Philippe Reigné au sujet de la proposition visant à assurer la parité dans les conseils d'administration », *JCP E* 2010, n° 7, 1170, pp. 32-33.

Magnier (V.), « Le principe "se conformer ou s'expliquer", une consécration en trompe-l'œil ? », *JCP E* 2008, n° 23, 280, pp. 3-5.

Malecki (C.), « La synthèse des réponses du Livre Vert "Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE" : la *soft law* et la *self-regulation* plébiscitées », *Bull. Joly Sociétés* 2012, n° 2, pp. 94-95.

Malecki (C.), « Opinion publique et gouvernance d'entreprise : un couple inséparable pour le meilleur et pour le pire », *Mélanges Michel Germain*, LGDJ-Lextenso, 2015, pp. 503-523.

Mangenet (D.), Martin (J.-Y.), Robine (D.), « Comité d'audit : une consécration entourée d'incertitudes », *Dr. sociétés* 2010, n° 1, études n° 2, pp. 10-14.

Mestre (J.), *Rev. sociétés* 1983, pp. 773-782, note ss. CA Aix, 28 septembre 1982.

Molfessis (N.), « La distinction du normatif et du non-normatif », *RTD civ.* 1999, n° 3, pp. 729-734.

Moulin (J.-M.), « La force normative du code AFEP-MEDEF », *Mélanges Michel Germain*, LGDJ-Lextenso, 2015, pp. 597-607.

Navarro (J.-L.), « Publication de la huitième directive concernant les contrôles légaux des comptes annuels et comptes consolidés », *JCP E* 2007, n° 41, pp. 34-37.

Ost (F.), Van de Kerchove (M.), *De la pyramide au réseau ? Pour une dialectique du droit*, Bruxelles : Facultés Universitaires Saint-Louis, 2002.

Ost (F.), Van de Kerchove (M.), « Le pluralisme, facteur d'effectivité ou d'ineffectivité du droit ? », in Boy (L.) (et alii) (co-dir.), *Pluralisme juridique et effectivité du droit économique*, Larcier, 2011, pp. 13-38.

Paclot (Y.), « La juridicité du code AFEP / MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Rev. sociétés* 2001, n° 7-8, pp. 395-403.

Paye (O.), « La Gouvernance : d'une notion polysémique à un concept politologique », *Etudes Internationales* 2005, n° 1, pp. 13-40

Pimentel (C.-M.), « De l'obéissance à la reconnaissance : l'empreinte de la légitimité dans le droit », in Fontaine (L.) (dir.), *Droit et légitimité*, coll. Droit et Justice, n° 96, Bruylant, 2011, pp. 3-13.

Portier (P.), « Le Code Middledenext s'universalise », *Bull. Joly* 2016, n° 11, pp. 634-636.

Portier (P.), « L'encadrement des rémunérations des dirigeants de sociétés cotées dans la loi Sapin 2 », *Bull. Joly* 2017, n° 1, pp. 81-88.

Pouille (J.-B.), « Les codes de gouvernement d'entreprise au sein de l'Union Européenne », *RTDF* 2009, n° 1-2, pp. 73-82.

Raffray (R.), « Les codes de gouvernance et de bonne conduite des entreprises et la qualité de la norme », in Bonis (E.) et Malabat (V.) (co-dir.), *La qualité de la norme. L'élaboration de la norme*, Mare et Martin, 2016, pp. 213-224.

Redenius-Hoevermann (J.), Weber-Rey (D.), « La représentation des femmes dans les conseils d'administration et de surveillance en France et en Allemagne », *Rev. sociétés* 2011, n° 4, pp. 203-211.

Rontchevsky (N.), « L'indemnisation du préjudice des actionnaires trompés par de fausses informations », *Bull. Joly Bourse* 2010, n° 4, pp. 316-323 ; Le Nabasque (H.), *Rev. sociétés* 2010, n° 4, pp. 230-238, note ss. Cass. com., 9 mars 2010.

Roussille (M.), *Dr. Sociétés* 2014, n° 8-9, pp. 30-32, note ss. Cass. com., 6 mai 2014.

Schlumberger (E.), « Adaptation des dispositions de droit interne relatif à l'audit légal aux textes de droit européen (directive 2014/56/UE et règlement (UE) numéro 537/2014, 16 avril 2014). Note sous Ordonnance numéro 2016-315 du 17 mars 2016, ordonnance relative au commissariat aux comptes », *Dr. sociétés* 2016, n° 7, p. 15.

Schmidt (D.), « Repenser la responsabilité des administrateurs ? La responsabilité versus rémunération des administrateurs », *RTDF* 2013, n° spécial, pp. 134-135.

Soulez-Larivière (D.), « La transparence et la vertu », in *Mélanges Troper*, Paris, Economica, 2006, pp. 933-937.

Tchotourian (I.), « Définition des meilleures pratiques concernant la rémunération des dirigeants sociaux par le Forum européen », *D.* 2009, n° 16, pp. 1076-1077.

Terré (F.), « Pitié pour les juristes ! », *RTD civ.* 2002, n° 2, pp. 247-252.

Thibierge (C.), « Le droit souple », *RTD civ.* 2003, n° 4, pp. 599-628.

Thibierge (C.), « Le concept de force normative », in Thibierge (C.) (*et alii*), *La force normative. Naissance d'un concept*, LGDJ – Bruylant, 2009, pp. 813-838.

Torck (S.), *Bull. Joly Sociétés* 2014, n° 7, p. 449-452, note ss. Cass. com., 6 mai 2014.

Viandier (A.), « L'avis consultatif de l'assemblée des actionnaires sur la rémunération des dirigeants sociaux », *JCP E* 2013, n° 29, 1416, pp. 22-29.

## **Bibliographie en sciences de gestion :**

- Aboudy D., Lev B. (2000), « Information asymmetry, R&D and insider gains », *The Journal of Finance*, vol 55, pp. 2747-2766.
- Adams R.B. (2005), « What do boards do? Evidence from committee meeting and director compensation data », Working Paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Adams, R., Hermalin, B., Weisbach, M. (2010), « The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey ». *Journal of Economic Literature*, 48: 58–107.
- Adjaoud F., Zeghal D., Andaleeb S. (2007), « The Effect of Board's Quality on Performance: a study of Canadian firms », *Journal compilation Volume 15 Number 4 July*.
- Agrawal A. et Knoeber C.R. (1996), « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, p. 377-397.
- Ahmed K., Courtis J. (1999), « Association between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta analysis », *British Accounting Review*, Vol.31, pp. 35-61.
- Ahmed, E., Hamdan, A. (2015). « The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence From Bahrain Bourse ». *International Management Review* (vol.11, pp. 21-37).
- Albouy M. (2004), « Rémunération des dirigeants et performance boursière », *Analyse Financière*, n°10, p. 42-44.
- Alexandre H., Paquerot M. (2000), « Efficacité des Structures de Contrôle et Enracinement des Dirigeants », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol 3, N°2, Juin, p. 5-29.
- Anderson R. et Reeb D. (2003), « Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 », *Journal of Finance*, vol. 58, pp. 1301-1328.
- Anderson R.C., Bates T.W., Bizjak J.M., Lemmon, M.L. (2000), « Corporate governance and diversification », *Financial management*, vol. 29, pp. 5-22.
- André P., Schiehl E. (2004), « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises », *Finance Contrôle Stratégie – Volume 7, N° 2, juin*, p. 165 – 193.
- Attia, M. B. R. (2012). « Accounting Income Smoothing, Hedging and Corporate Governance ». *Global Business and Management Research: An International Journal*, 4(2), 149–163.
- Baker M., Gompers P.A. (2003), « The determinants of board structure at the initial public offering », *Journal of Law and Economics*, 46, 569-598.
- Barkema H.G., Gomez-Mejia L.R. (1998), « Managerial Remuneration and Firm Performance: A General Research Framework », *Academy of Management Journal*, April, vol. 41, n° 2, p. 135-145.
- Barnhart S., Rosenstein S. (1998), « Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis », *The Financial Review*, 33 (4), 1-16.
- Barth M.E., Kasznik R. (1999), « Share Repurchases and Intangible Assets », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 28, n° 2, p. 211-241.
- Bassen A., Prigge S., Zöllner C. (2009), « Behind broad corporate governance aggregates: a first look at single provisions of the German Corporate Governance Code », *Corporate Ownership & Control*, Vol. 6, No. 3, pp.388–406.
- Bassen, A., Kleinschmidt, M., Prigge, S., Zöllner, C. (2006) « Deutscher Corporate Governance Kodex und Unternehmenserfolg — Empirische Befunde », *Die Betriebswirtschaft*, 66, 375 – 401.



- Bauer, R., Günster, N. Otten, R. (2004), « Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance ». *Journal of Asset Management*, 5(2): 91–104.
- Bauwhede H.V. (2009), « On the relation between corporate governance compliance and operating performance », *Accounting and Business Research*, 39:5, 497-513.
- Baysinger B.D., Butler H.N. (1985), « Corporate Governance and Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition », *Journal of Law, Economics and Organisation*, 1, 101-124.
- Bebchuk L. A., Roe M.J. (1999), « A theory of path dependence in corporate ownership and governance », *Stanford Law Review* 52: 127–170.
- Berle A. et Means G. (1932), « *The Modern Corporation and Private Property* », New York, Harcourt, Brace and World.
- Bhagat S., Black B. (2002), « The Non-Correlation between Board Independence and Long Term Performance », *Journal of Corporation Law*, vol. 27, p. 231-273.
- Bianchi M., Ciavarella A., Novembre V., Signoretti R. (2011), « Comply or explain? Investor protection through Corporate Governance Codes », *Journal of Applied Corporate Finance* • Volume 23 Number 1.
- Bohren O., Odegaard B.A. (2001), « Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms », Working Paper, Norwegian School of Management.
- Bolton P. et Von Thadden E.-L. (1998), « Blocks, Liquidity and Corporate Control », *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 1-25.
- Boone A.L., Field L.C., Karpoff J.M., Raheja C.G. (2007), « The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis ». *Journal of Financial Economics*, 85: 66– 101.
- Bouissou J.M., Hochraich D., Milelli C. (2003), « Après la crise: les économies asiatiques face aux défis de la mondialisation », KARTHALA Editions, 424 pages.
- Bradley M., Schipani C.A, Sundaram A.K. et Wals J.P (1999), « The Purpose and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: corporate governance at the Crossroads. », *Law & Contemporary Problems*, 62(1) : 9E.
- Brick I.E., Palia D., Wang C.J. (2006), « Simultaneous estimation of CEO compensation, leverage and board characteristics and their impact on firm value », Working Paper, Rutgers University.
- Broye G., Di Giacomo A., Prinz E. (2017), « Gouvernance des entreprises et divulgation d'informations relatives à la rémunération des dirigeants », Working Paper, Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg.
- Buck T., Bruce A, Main B. et Udueni H (2003), « Long term incentive plans, executive pay and UK company performance», *Journal of Management Studies*, vol. 40, n°7, p. 1709–1721.
- Bujaki M., McConomy B.J. (2002), « corporate governance: factors influencing voluntary disclosure by publicly traded Canadian firms », *Canadian Accounting Perspectives*, pp. 105-139.
- Bushee B.J., Noe C.F. (2000), « Corporate disclosure practices, Institutional investors, and stock return volatility », *Journal of Accounting Research* 38 (Supplement): 171-202.
- Cabane P. (2003), « Manuel de gouvernance d'entreprise: Missions et fonctionnement des conseils - Meilleures pratiques de gouvernance - Rôle des administrateurs », Eyrolles Ed. 1
- Caby J., Hirigoyen G. (1998), « Histoire de la valeur en finance d'entreprise », actes des journées des IAE, P. 133-174.

- Carney, M., Gedajlovic, E. R., Heugens, P. P. M. A. R., Van Essen, M., & Van Oosterhout, J. (2011), « Business group filiation, performance, context, and strategy: A meta-analysis ». *Academy of Management Journal*, 54: 437–460.
- Cavaco S., Challe E., Crifo P. et Rebérioux A. (2012), « Conseils d'administration et performance des sociétés cotées », Rapport pour l'Institut CDC pour la Recherche.
- Chancharat N., Krishnamurti C., Tian G. (2012). « Board structure and survival of new economy IPO firms ». *Corporate Governance: An International Review*, 20: 144–163.
- Charreaux G. (1997), « Introduction générale et Vers une théorie du gouvernement d'entreprise », in G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises – théories et faits*, Paris, Economica, p. 1- 13 et p. 421–469.
- Charreaux G. (2004), « Les théories de la gouvernance: de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », *Cahier du FARGO n° 1040101*, p19.
- Charreaux G., Pitol-Belin J. P. (1992), « Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires », *Revue française de Gestion*, 1992, p. 84-92.
- Charreaux, G., Wirtz, P. (2006). « Gouvernance des entreprises: nouvelles perspectives ». Paris: Economica.
- Chen E.T. Nowland, J. (2010), « Optimal board monitoring in family-owned companies: Evidence from Asia ». *Corporate Governance: An International Review*, 18: 3–17.
- Chen, V. Z., Li, J., Shapiro, D. (2011). « Are OECD-prescribed "good economy"? ». *Asia Pacific Journal of Management*, 26: 15–138.
- Cho M. (1998), « Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 47, no. 1, pp. 103-121.
- Cioffi, J. W. (2002), « Restructuring "Germany Inc.": The politics of company and takeover law reform in Germany and the European Union », *Law and Policy*, Vol. 24 No. 4, pp. 355-402.
- Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L. (2002), « Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings », *Journal of Finance*, 57, 2379–2408.
- Coffee, J. C. (1999), « The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications », *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, pp. 641-707.
- Cohen D. (2006), « Does information risk really matter? An analysis of the determinants and economic consequences of financial reporting quality », Working paper, North-western University
- Coles J.L., Daniel N.D., Naveen L. (2008), « Boards: Does one size fit all? », *Journal of Financial Economics*, 87: 329–356.
- Craighead J.A., Magnan M., Thorne L. (2004), « The Impact of Mandated Disclosure on Performance-Based CEO Compensation », *Contemporary Accounting Research*, vol.21, n°2, p.369-398.
- Crifo P. et Rebérioux A. (2015), « Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises: nouvelle frontière de la finance durable ? » *Revue d'économie financière*, N° 117.
- Crutchley C., Garner J., Marshall B. (2004), « Does one-size fit all? A comparison of boards between newly public and mature firms », working paper, Drexel University, Philadelphia, PA.
- D'Souza, D. E., Williams, F.P. (2000), « Towards a taxonomy of manufacturing flexibility dimensions », *Journal of Operation Management*, 18(5), 577–593.
- Dalton D. R., Daily C. M., Certo S. T. et Roengpitya R. (2003), « Meta-Analyses of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion? », *Academy of Management Journal*, vol. 46, pp. 13-26.

- De Serres A. (2005), « Une analyse comparative: des stratégies d'intervention en matière de gouvernance et de responsabilité sociale des entreprises aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France ». *Revue des Sciences de Gestion*, N°211-212, pp.169-186.
- Demsetz H. (1983), « The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics* », 26, 375-390.
- Demsetz H. et Villalonga B. (2001), « Ownership Structure and Corporate Performance », *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, no 3, pp. 209-233.
- Demsetz H., Lehn K., (1985), « The structure of corporate ownership: causes and consequences », *Journal of Political Economy*, 93, 1155-77.
- Demsetz H., Villalonga B. (2001), « Ownership structure and corporate performance », *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Denis D. K. (2001), « Twenty-five years of corporate governance research... and counting », *Review of Financial Economics* 10: 191–212.
- Denis, D.K., McConnell, J.J. (2003). « International Corporate Governance ». *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 : 1-36.
- Desender, K., Aguilera, R. V., Crespi-Cladera, R., et Garcia-Cestona, M. A. (2012). « When does ownership matter? Board characteristics and behavior ». *Strategic Management Journal*.
- Diamond D.W., (1984), « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, p. 393-414, cité par Mathieu Paquerot et Jean-michel Chapuis (2006)
- Dodd M. (1932), « For Whom are Corporate Managers Trustees? », *Harv. L. Rev.*, 45(1): 1145.
- Donaldson T, Preston L.E. (1995), « The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications », *Academy of Management Review*, Vol. 20, n° 1, p. 65-91.
- Dowell, G., Shackell, M., & Stuart, N. (2011). « Boards, CEOs, and surviving a financial crisis: Evidence from the internet shakeout ». *Strategic Management Journal*, 32: 1025–1045.
- Drobetz W., Schillhofer A., Zimmermann H. (2004), « Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany », *European Financial Management*, 10(2): 267–293.
- Easterbrook F.H. et Fischel D.R. (1991), « The economic structure of corporate law » Harvard University Press.
- Eisenberg T., Sundgren S., Wells M. T. (1998), « Larger board size and decreasing firm value in small firms », *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.
- Elmarzougui A, El hédi arouri M., (2008), « Évolution et effets incitatifs des stock-options, Le cas des dirigeants du CAC 40 », *Revue française de gestion*, Vol. 7, n° 187.
- Ferris S.P., Jagannathan M., Pritchard A. C. (2003), « Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments », *Journal of Finance*, 58, 1087-1112.
- Fich E. et Shivdasani A. (2006), « Are Busy Boards Effective Monitors? », *The Journal of Finance*, vol. LXI, p. 689-724.
- Firth M., Fung P., Rui O. (2006), « Corporate performance and CEO compensation in China », *Journal of Corporate Finance* 12, 693-714.
- Forsberg R. (1989), « Outside Directors and Managerial Monitoring », *Akron Business and Economic Review*, 20, 24-32.
- Garfatta R. (2010), « Actionnariat salarié et création de valeur dans le cadre d'une gouvernance actionnariale et partenariale: application au contexte français ». Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne.

- Garvey G.T., Swan P.L. (1994), «The Economics of Corporate Governance, Beyond the Marshallian Firm», *Journal of Corporate Finance*, Vol.1, N°2, P.139-174.
- Gaver J.J., Gaver K.M. (1993), « Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies », *Journal of Accounting and Economics*, 16, 110-125.
- Gelb D. S. (2000), « Managerial ownership and accounting disclosures: an empirical study », *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15 (2) : 169-185.
- Gillan S., Hartzell J., Starks L. (2004), « Explaining corporate governance: boards, bylaws, and charter provisions », *Weinberg Center for Corporate Governance Working paper*.
- Ginglinger E. (2012), « Quelle gouvernance pour créer de la valeur? ». *Revue d'Economie Financière*, n°106, p. 227-242.
- Goergen, M., Martynova, M., Renneboog, L. (2005), « Corporate governance convergence: Evidence from takeover regulation reforms in Europe », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 1, pp. 243-268.
- Gomez, P.Y. (2009), « Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises », *Rapport au Conseil d'administration de MiddleNext, Cahier n°2, Juin*.
- Goncharov I., Werner J.R., Zimmermann J. (2006), « Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An empirical analysis », *Corporate Governance*, Volume 14 Number 5.
- Guéry-Stévenot, A. (2006), « Conflits entre investisseurs et dirigeants: une analyse en termes de gouvernance cognitive ». *Revue Française de Gestion*, 32(264), 157-180.
- Gupta P. (2012), « A Study of Impact of Corporate Governance Practices on Firm Performance in Indian, Japanese and South Korean Companies », *SSRN Electronic Journal*.
- Haid A. et Yurtoglu B. (2006), «The impact of ownership structure on executive compensation in Germany», *Conference Paper presented at the 32nd Conference of the European Association for Research in Industrial Economics (EARIE 2005), September 2005*.
- Hall B.H. (1998), «Innovation and market value», *NBER WP, n°6984*.
- Hall B.J., Liebman J.B., (1998), « Are CEOs really paid like bureaucrats », *Quarterly journal of economics*, aout 1998.
- Hansmann, H., Kraakman, R. (2001), « The end of history for corporate law », *Georgetown Law Journal*, Vol. 89, pp. 439-468.
- Hansmann, H., Kraakman, R., (1999). « The Essential Role of Organizational Law », *Working paper. Yale Law School, New Haven, CT*.
- Harris M. et Raviv A., (1991), « The theory of capital structure », *Journal of Finance, American Finance Association*, 46 (1), 297-355.
- Harris M., Raviv A. (2005), « Allocation of decision-making authority », *Review of Finance* 9, 352–383.
- Hartzell J., Starks L. (2003), « Institutional investors and executive compensation », *Journal of Finance* 58, 2351-2374.
- Healy P. M., Hutton A., Palepu K. G. (1999), « Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure », *Contemporary Accounting Research* 16: 485-520.
- Henrekson, M. & Jakobsson, U. (2012). « The Swedish corporate control model: Convergence, persistence or decline? ». *Corporate Governance: An International Review*, 20: 212–227.

- Hermalin B.E., Weisbach M. (2003), « Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature », *Economic Policy Review*, vol. 9, p. 7-26.
- Hermalin B.E., Weisbach M.S. (1998), « Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO », *American Economic Review*, 88, 96-118.
- Hermalin B.E., Weisbach M.S. (2003), « Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of economic literature », *Economic Policy Review*, 9, 7-26.
- Hermalin S., Weisbach M. (1991), « The effects of board composition and direct incentives on firm performance », *Financial management*, 20, 101-112.
- Himmelberg C.P., Hubbard R.G., Palia D. (1999), « Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance », *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- Holderness, C., Kroszner, R., Sheehan, D., (1999), « Were the good old days that good? Evolution of managerial stock ownership and corporate governance since the great depression », *Journal of Finance* 54,435-469.
- Jennifer G.J., Gaver K.M., (1993), « Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies », *Journal of Accounting and Economics*, 16, 110-125.
- Jensen M.C. (2002), « Value Maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function ». *European Financial Management*, 7(3), 297-317.
- Jensen M.C., Murphy, K. J. (1990). « Performance pay and topmanagement incentives ». *Journal of Political Economy*, 98: 225– 264.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). « Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure ». *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Jensen, M. C., Murphy, K. J. (1990). « Performance pay and topmanagement incentives ». *Journal of Political Economy*, 98: 225– 264.
- John K., Sebnert W.L. (1998), « Corporate governance and board effectiveness », *Journal of Banking and Finance*, 22.
- Johnson J., Daily C.M. et Ellstrand A.E. (1996), « Boards of Directors: A Review and Research Agenda », *Journal of Management*, vol. 22, p. 409-438.
- Kato T., Kubo K. (2006), «CEO compensation and firm performance in Japan: evidence from new panel data on individual CEO pay», *Journal of Japanese and International Economies*, vol. 20, n°1, p. 1–19.
- Khanna, V., Zyla, R. (2010), « Corporate Governance Matters to Investors in Emerging Market Companies ». *International Finance Corporation* (pp. 1–15).
- Klapper, L.F. & Love, I. (2004). « Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets ». *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, vol. 10(5), pages 703-728, November.
- Klein A. (1998), « Firm Performance and Board Committee Structure », *Journal of Law and Economics*, vol. 41, p. 275-303.
- Kole S.R. (1995), « Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data », *Journal of Corporate Finance*, 1, 1995, 413-435.
- Kole S.R., Lehn M.K. (1999), « Deregulation and the adaptation of governance structure: the case of the U.S. airline industry », *Journal of Financial Economics*, 52, 79-117.

- KPMG. (2001), *Corporate governance: développement durable et risk management en France et en Europe*, KPMG, Coll. Audit, Paris, 127 pp.
- Labelle R. (2002), « The statement of corporate governance practices (SCGP): a voluntary disclosure and corporate governance perspective », HEC Montréal, Working Paper, 35p.
- La Porta R., de-Silanes F.L., Shleifer A., Vishny R. (2002), « Investor protection and corporate valuation », *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 3, 1147-1170.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (1999), « Ownership around the world », *Journal of Finance* 54, 471-517.
- Lacroix M., Zambon S., (2002), « capital intellectuel et création de valeur: une lecture conceptuelle des pratiques française et italienne », *Comptabilité- Contrôle - Audit / numéro spécial*, (p. 61 à 84).
- Laurent B., Wirtz P. (2010), « Valeurs du dirigeant, conception de la propriété et modèle de gouvernance: une illustration à-travers le cas du groupe Auchan », *Cahier du FARGO*, n° 1100703, juillet.
- Lazonick, W., O’Sullivan, M. (2000). « Perspectives on corporate governance, innovation, and economic performance ». France: The European Institute of Business Administration.
- Lehn K., Patro K., Zhao M. (2003), « Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935-2000 », Working Paper, University of Pittsburgh.
- Lehn, K., Patro, S., Zhao, M., (2004), « Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935–2000 ». Working paper, University of Pittsburgh.
- Linck J.S., Netter J.M., Yang T. (2008), « The determinants of board’s structure », *Journal of Financial Economics*, 87: 308–328.
- Linck, J.S., Netter J.M., Yang T., (2007), « The Determinants of Board Structure », working paper, University of Georgia.
- Lins K. (2003), « Equity ownership and firm value in emerging markets », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 159-184.
- Lipton M., Lorsch J.W. (1992), « A modest proposal for improved corporate governance », *Business Lawyer*, 48, 59- 77.
- Lizée M. (1989), « Le principe du meilleur intérêt de la société commerciale en droit anglais et comparé. », *McGill Law Journal*, 33(1): 653.
- Luo Y., Salterio S.E. (2014), « Governance Quality in a “Comply or Explain” Governance Disclosure Regime », *Corporate Governance: An International Review*, 22 (6), 460-481.
- MacNeil L., Li X. (2006), « “Comply or explain”: market discipline and non-compliance with the Combined Code », *Corporate Governance*, Volume 14, Number 5.
- Mak Y.T., Kusnadi Y. (2005), « Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value », *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 301-318.
- Mak Y.T., Rousch M.L. (2000), « Factors affecting the characteristics of board of directors: an empirical study of New Zealand initial public offering firms », *The Journal of Business Research*, 47, 147-159.
- Markowitz, H. M. (1952), « Portfolio selection ». *Journal of Finance*, 7, 77–91.
- Markowitz, H. M. (1959), « Portfolio selection: Efficient diversification of investment ». *Cowles Foundation Monograph* (Vol. 16). New York: Wiley.
- McConnell J., Servaes H. (1990), « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, 27(1), 595-612.

- McConnell J., Servaes H., Lins K.V. (2003), « Changes in equity ownership and changes in market value of the firm », working paper, London Business School.
- Mehran H. (1995), « Executive compensation structure, ownership, and firm performance », *Journal of Financial Economics*. 38, 163-184.
- Merhebi R., Pattenden K., Swan, P., Zhou, L.X. (2006), « Australian chief executive officer remuneration: Pay and performance », *Accounting and Finance*, 46, 481–497.
- Montagne S. (2009), « Le court-termisme institutionnalisé: les effets de la gestion de portefeuille déléguée », *Les fonds souverains, Revue d'Économie Financière, Revue de l'Association d'économie financière*, hors série.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R. W. (1988), « Management Ownership and Market Valuation – An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.
- Myers S. C., (1977), « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics* 5, 147-176.
- Nagelkerke N. (1991), « A note on a general definition of the coefficient of determination », *Biometrika*, 78: 691-692.
- Nguyen T., Bellehumeur A. (1985), « A propos de l'interchangeabilité des mesures de taille d'entreprise », *Revue d'économie industrielle*, vol. 33, 3e trimestre. pp. 44-57.
- Nowak E., Rott R., Mahr, T.G. (2005), « Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt? », *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 34, 252 – 279.
- OEE (2016), « Radiographie de l'actionnariat des entreprises françaises », Étude de l'Observatoire de l'Épargne Européenne pour l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA).
- Palia D. (2001), « The endogeneity of Managerial compensation in Firm Valuation: A Solution », *The Review of Financial Studies*, Vol.14, N03, 735-764.
- Palia, D., (2001), « The endogeneity of managerial compensation in firm value: a solution », *The Review of Financial Studies*, 14, 735-64.
- Paquerot M. (1997), « Stratégies d'enracinement des dirigeants, Performance de la Firme et Structures de Contrôle », in *Le Gouvernement des Entreprises* (éd G. Charreaux), Ed Economica, p.105-138.
- Parrat F. (2014), « Théories et pratiques de la gouvernance d'entreprise », Edition Maxima.
- Petersen C., Plenborg T. (2006), « Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark », *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 15, p. 127- 149.
- Pichet E. (2009), « Le gouvernement d'entreprise dans les grandes sociétés cotées: De la convergence des pratiques à l'émergence de principes de bonne gouvernance », Les Editions du Siècle.
- Prendergast C. (1999), « The Provision of incentives in firms ». *Journal of economic literature*, vol. 37, n° 1, p. 7-63.
- Prevost A.K., Rao R.P., Hossain M. (2002), « Determinants of board composition in New Zealand: a simultaneous equations approach », *Journal of Empirical Finance*, 9, 373-397.
- Rafael A. (2013), « Performance et gouvernance de l'entreprise », Avis du Conseil économique, social et environnemental, Les éditions des JOURNAUX OFFICIELS.
- Raheja C. (2005), « The interaction of insiders and outsiders in monitoring: a theory of corporate boards », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 283-306.
- Raheja C.G. (2005), « Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40: 283–306.

- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2000). « The governance of the new enterprise ». Working paper, National Bureau of Economic Research.
- Rapport d'information n°1798 de la commission des lois, présenté par le député Houillon.
- Refait-Alexandre C., Duhamel J.C., Fasterling B. (2014), « La recherche de légitimité par la conformité aux codes de gouvernance. Une analyse des déclarations de conformité des sociétés françaises du SBF 120 », *Management et Avenir*, vol. 3, n° 69, p. 32-51.
- Renders, A., Gaeremynck, A. (2012). « Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in European listed companies ». *Corporate Governance: An International Review*, 20: 125–143.
- Rossignol J.L. (2010), « La gouvernance juridique et fiscale des organisations », Paris: Tec & doc-Lavoisier.
- Saada, T. (1995) « Les déterminants des choix comptables: étude des pratiques françaises et comparaison franco-américaine ». *Comptabilité, Contrôle, Audit* 1 (2): 52-74.
- Schumpeter J.A. (1954), « Histoire de l'analyse économique. Volume III: L'âge de la science », Éd. Gallimard, NRF, 1983, 2004.
- Shleifer, A., Vishny R.W (1997), « A Survey of Corporate Governance ». *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Smith C.W., Watts R.L. (1992), « The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies », *Journal of Financial Economics*, 32, 263- 292.
- Verrecchia R. (2001), « Essays on disclosure », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, p. 97-180
- Waxin T. (2011), *Salariés, performance et gouvernance des entreprises*, thèse, université Paris Dauphine.
- Weisbach M.S. (1988), « Outside directors and ceo succession », *Journal of Financial Economics* 20 431 :60.
- Wirtz, P. (2006), « Compétences, conflits et création de valeur: vers une approche intégrée de la gouvernance ». *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 9(2), 187-201.
- Yermack D. (1996), « Higher market valuation of companies with a small board of directors », *Journal of Financial Economics*, 40, 185-221.
- Young, B. (2003). « Corporate Governance and Firm Performance: Is there a relationship? ». *Ivey Business Journal*, (Online Copy).
- Zhou X. (2000), «CEO pay, firm size, and corporate performance: evidence from Canada», *Canadian Journal of Economics*, vol. 33, p. 213–252.





## **ANNEXES**

Annexe 1 : Questionnaire en ligne, version française, p. 253

Annexe 2 : Questionnaire en ligne, version anglaise, p. 269

Annexe 3 : Entretiens menés dans le cadre de la démarche qualitative, p. 285

Annexe 4 : Les variables dépendantes françaises testées du Code AFEP-MEDEF, version novembre 2015, p. 353

Annexe 5 : Niveaux de non-conformité aux variables de gouvernance, p. 361

Annexe 6 : Répartition du nombre des entreprises ayant déclarées des écarts en fonction des méta-variables, p. 365

Annexe 7 : Matrice des corrélations entre les variables indépendantes, p. 367



# Valeur de la gouvernance et gouvernance des valeurs

Le présent questionnaire, préservant l'anonymat des répondants, fait partie d'un projet de recherche soutenu par la Mission de Recherche Droit et Justice, mené par l'Université de Lille. Ce projet s'intitule "Valeur de la gouvernance d'entreprise et gouvernance des valeurs de l'entreprise. Recherche sur les effets des codes de gouvernance". Ce questionnaire porte sur le thème de la communication des sociétés cotées en matière de gouvernance d'entreprise, précisément au travers du mécanisme de "Comply or Explain".

Pour en savoir plus sur ce projet ...

<http://urlz.fr/4HDN>

\*Obligatoire

## Quelques rappels sur le "Comply or Explain"...

Le "Comply or Explain" ("se conformer ou s'expliquer") est un dispositif mis en œuvre dans de nombreux Etats, le plus souvent d'origine légale et obligatoire. Il consiste pour une société cotée à déclarer tous les ans son degré de conformité à des principes facultatifs de bonne gouvernance, contenus dans un code de gouvernement d'entreprise auquel elle se rattache. De tels codes exposent des recommandations de bonne pratique destinées à rompre avec des scandales qui ont pu ternir un certain nombre de grandes sociétés (manque de transparence comptable et financière, rémunérations des dirigeants, etc.). En cas de non-conformité à certaines de ces recommandations, la société doit se justifier, c'est-à-dire expliquer pourquoi elle a décidé de ne pas appliquer ces règles. Cette déclaration de gouvernance est rendue publique par son insertion dans le rapport annuel de la société et par sa publication sur le site internet de cette dernière. Ce questionnaire a pour objectif de recueillir votre perception de ce dispositif, et le cas échéant, de mieux connaître l'expérience que vous en avez. Nous ne récupérons pas votre adresse mail, ni vos coordonnées. Vous pourrez nous contacter directement à l'adresse mail rappelée en fin de questionnaire, à votre seule initiative.

\*

Une seule réponse possible.

- J'aimerais voir quelques exemples de déclarations de gouvernance d'entreprise selon la méthode du "Comply or Explain"
- Je ne souhaite pas voir d'exemples de déclarations de gouvernance d'entreprise selon la méthode du "Comply or Explain" Passez à la question 2.

# Quelques exemples de déclaration de gouvernance d'entreprise

Déclaration de gouvernement d'entreprise de AIR LIQUIDE, rapport annuel 2015, p. 139 :

## APPLICATION DU CODE DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE AFEP/MEDEF : TABLEAU DE SYNTHÈSE

L'Air Liquide applique le Code AFEP/MEDEF à l'exception des recommandations suivantes :

Recommandations	Pratique de L'Air Liquide et justification
<p><b>Critères d'indépendance des Administrateurs</b> Article 9.4 : Pour être qualifié d'indépendant, un Administrateur :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ ne doit pas avoir été « salarié ou dirigeant mandataire social de la Société, ni salarié ou Administrateur de sa société mère ou d'une société que celle-ci consolide et ne pas l'avoir été au cours des cinq années précédentes » ;</li> <li>■ ne doit pas « être Administrateur de l'Entreprise depuis plus de 12 ans ».</li> </ul>	<p>Le Conseil d'Administration a considéré que les anciens salariés ou dirigeants de la Société ne peuvent être considérés comme indépendants, même si la cessation de leurs fonctions remonte à plus de cinq ans (cf. page 126). Le Conseil n'a pas estimé que l'exercice d'un mandat pendant plus de 12 ans fait perdre sa qualité d'indépendance au membre concerné. Au cœur de l'activité des gaz industriels figurent des projets d'investissement à forte intensité capitalistique dans le cadre de contrats de longue durée, typiquement de 15 ans mais parfois de 20 ou 30 ans. Une expérience au sein du Conseil dans la durée permet donc de suivre le cycle de développement du Groupe sur le long terme et donc de formuler un jugement éclairé et critique sur les décisions d'investissement à prendre pour assurer la croissance du futur. Après réexamen de la question lors de sa séance de février 2015, le Conseil a décidé de ne pas modifier les critères d'indépendance retenus à ce jour. Le Groupe est toutefois attaché au respect des meilleures pratiques de gouvernance. Dans une perspective de moyen terme tenant compte de la planification des modifications devant intervenir dans la composition du Conseil, le Conseil d'Administration a confirmé être prêt à procéder à un réexamen de ce critère sur une base régulière et notamment au moment du renouvellement du mandat des Administrateurs concernés (cf. page 126).</p>
<p><b>Comité d'audit</b> Article 16.2.1 : « Les délais d'examen des comptes doivent être suffisants (au minimum deux jours avant l'examen par le Conseil) ».</p>	<p>Compte tenu de la présence, au sein du Comité d'audit, d'Administrateurs se déplaçant de l'étranger, les réunions du Comité relatives à l'examen des comptes se sont tenues, en 2015, la veille ou le matin des réunions du Conseil d'Administration. D'autres mesures (réunion préparatoire avec le Président du Comité plus d'une semaine avant la réunion ; mise à disposition des dossiers y compris sous forme électronique aux membres du Comité cinq à sept jours à l'avance) permettent toutefois aux membres d'examiner les comptes bien en amont de la réunion. Cette question est en cours de réexamen pour les exercices futurs. Les réunions du Comité relatives aux comptes seraient prévues 24h à 48h avant le Conseil, avec la possibilité d'une participation éventuelle des membres non-résidents par téléphone ou visioconférence (cf. page 134). En 2016, la réunion du Comité relative aux comptes annuels s'est tenue deux jours avant le Conseil.</p>
<p><b>Comité des rémunérations</b> Article 18.1 : « Il est conseillé qu'un Administrateur représentant les salariés soit membre du Comité ».</p>	<p>Un Administrateur représentant les salariés désigné par le Comité de Groupe France participe aux réunions du Conseil depuis juillet 2014. La pratique dans la Société est habituellement de laisser un temps d'adaptation aux nouveaux Administrateurs avant de proposer un mandat au sein d'un Comité. Le Comité des nominations et de la gouvernance examine, au cas par cas, l'opportunité de proposer aux nouveaux Administrateurs la participation à l'un des trois Comités, selon le calendrier le plus approprié (cf. page 129).</p>
<p>Article 18.2 : « Lors de la présentation du compte rendu des travaux du Comité sur les rémunérations, il est nécessaire que le Conseil délibère sur les rémunérations hors la présence des dirigeants mandataires sociaux ».</p>	<p>Lors du Comité des rémunérations, le Président-Directeur Général n'assiste pas aux délibérations du Comité relatives à son cas personnel (cf. page 137).</p>
<p><b>Les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux</b> Article 23.2.4 : il convient de « conditionner, suivant des modalités fixées par le Conseil et rendues publiques à leur attribution, les actions de performance attribuées aux dirigeants mandataires sociaux à l'achat d'une quantité définie d'actions lors de la disponibilité des actions attribuées ».</p>	<p>Sur recommandation du Comité des rémunérations, le Conseil a défini des obligations de conservation d'actions strictes en application de</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(i) la loi (article L. 225-185 du Code de Commerce) : le Conseil a décidé que à compter de 2015, pour chaque plan d'options/actions de performance attribué à des dirigeants mandataires sociaux, ces derniers devront conserver au nominatif jusqu'à la cessation de leurs fonctions, une quantité minimale d'actions correspondant à 50 % de la plus-value d'acquisition nette de charges sociales et d'impôt de chaque levée d'options/acquisition définitive d'actions de performance. Ce pourcentage sera abaissé à 5 % dès lors que la quantité d'actions détenues représenterait un montant au moins égal à 3 fois la rémunération annuelle brute fixe du dirigeant ; et</li> <li>(ii) la règle interne définie par le Conseil d'Administration depuis 2008, par laquelle les dirigeants mandataires sociaux doivent détenir un nombre d'actions équivalent à deux fois sa rémunération annuelle brute fixe pour le Président-Directeur Général et une fois sa rémunération annuelle brute fixe pour le Directeur Général Délégué. Cette obligation subsistera tant qu'elle ne sera pas dépassée par l'effet des règles issues du Code de commerce précitées.</li> </ul> <p>Compte tenu des règles rigoureuses de détention d'actions ainsi mises en œuvre, l'attribution d'actions de performance aux dirigeants mandataires sociaux n'est pas conditionnée à l'achat d'actions supplémentaires par les dirigeants mandataires sociaux lors de la disponibilité des actions attribuées, par exception aux recommandations du Code AFEP/MEDEF (article 23.2.4) (cf. pages 158-159).</p>

Déclaration de gouvernement d'entreprise de KINGFISHER, rapport annuel 2014-2015, p. 34 :

**Compliance with the UK Corporate Governance Code**

Kingfisher is subject to and has reviewed its operations and governance framework to ensure that it reflects the principles of the UK Corporate Governance Code, published by the Financial Reporting Council (the FRC) and available on their website, [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk). In accordance with the Listing Rules of the UK Listing Authority, the Board confirms that, throughout the year ended 31 January 2015, and as at the date of this report, the Company has complied with the provisions set out in the September 2012 edition of the Code, save for as set out below.

*Provision D.1.1 Provides that grants under long-term incentive schemes should normally be phased rather than awarded in one large block.*

As reported in our 2011/12 annual report, the Company set stretching long-term targets for management as part of the Creating the Leader phase of Kingfisher's strategy. The Remuneration Committee approved awards under the Performance Share Plan (the 'Plan') of up to 500% of base salary.

The award was higher than the normal award of 200% but in making it the Committee took into account the fact that no further awards would be made under the Plan until the financial year 2014/15, and felt that it created a better focus on a single performance period aligned to the next phase of the Group's strategy, rather than the more commonly used overlapping performance periods.

Déclaration de gouvernement d'entreprise de BAYER, rapport annuel 2015, p. 182 :

**DECLARATION BY THE BOARD OF MANAGEMENT AND SUPERVISORY BOARD OF BAYER AG concerning the German Corporate Governance Code (May 5, 2015 version) pursuant to Section 161 of the German Stock Corporation Act\*\***

Under Section 161 of the German Stock Corporation Act, the Board of Management and the Supervisory Board of Bayer AG are required to issue an annual declaration that the company has been, and is, in compliance with the recommendations of the "Government Commission on the German Corporate Governance Code" as published by the Federal Ministry of Justice in the official section of the Federal Gazette (Bundesanzeiger), or to advise of any recommendations that have not been, or are not being, applied and the reasons for this. An annual declaration was last issued in December 2014.

With respect to the past, the following declaration refers to the June 24, 2014 version of the Code. With respect to present and future corporate governance practices at Bayer AG, the following declaration refers to the recommendations in the May 5, 2015 version of the Code.

Pursuant to Section 161 of the German Stock Corporation Act, the Board of Management and Supervisory Board of Bayer AG hereby declare as follows:

1. The company has been in compliance with the recommendations of the Code since issuance of the last annual compliance declaration in December 2014.
2. All the recommendations of the Code are now being complied with in full.

Leverkusen, December 2015

For the Board of Management

For the Supervisory Board



DR. DEKKERS



DIETSCH



WENNING

\*\* This is an English translation of a German document. The German document is the official and controlling version, and this English translation in no event modifies, interprets or limits the official German version.

## Votre perception du "Comply or Explain"

Pour toutes les questions suivantes, il vous est demandé de formuler votre opinion personnelle, qu'elle soit fondée sur vos connaissances, vos jugements de valeur ou intuitions. Cette partie comprend 25 questions.

1) Le "Comply or Explain" est un outil qui contribue à améliorer la gouvernance des sociétés cotées

Une seule réponse possible.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Pas du tout d'accord

Tout à fait d'accord

2) Le "Comply or explain" permet de réduire les scandales liés à la gestion des grandes sociétés cotées

Une seule réponse possible.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Pas du tout d'accord

Tout à fait d'accord

3) Le "Comply or Explain" est un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise

Une seule réponse possible.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Pas du tout d'accord

Tout à fait d'accord

4) Le "Comply or Explain" est un mécanisme :

Une seule réponse possible.

- Qui contribue à standardiser la gouvernance des grandes sociétés cotées
- Qui permet à chaque société de s'émanciper d'un modèle de gouvernance prêt-à-porter

5) Classez les principaux items de gouvernance suivant par ordre d'importance en termes de communication

(1er = le plus important, 4ème = le moins important)

Une seule réponse possible par ligne.

1er

2ème

3ème

4ème

Relations entre  
le conseil et  
l'assemblée  
générale

Indépendance  
des  
administrateurs

Fonctionnement  
des comités du  
conseil

Rémunération  
des dirigeants

6) Il est plus facile d'expliquer une non-conformité en matière de composition du conseil qu'en matière de politique de rémunération des dirigeants  
Une seule réponse possible.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Pas du tout d'accord

Tout à fait d'accord

7) La déclaration annuelle de conformité en matière de gouvernance d'entreprise est une information très attendue par les investisseurs sur les marchés financiers  
Une seule réponse possible.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Pas du tout d'accord

Tout à fait d'accord

8) Pour les investisseurs et actionnaires, la performance économique et financière de la société est plus importante que sa conformité en matière de gouvernance  
Une seule réponse possible.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Pas du tout d'accord

Tout à fait d'accord

9) Pour les médias et l'opinion publique, la conformité en matière de gouvernance est plus importante que la performance économique et financière  
Une seule réponse possible.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Pas du tout d'accord

Tout à fait d'accord

10) Dans une situation de non-conformité, une société préfère se déclarer conforme plutôt que fournir des explications gênantes sur sa gouvernance  
Une seule réponse possible.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Pas du tout d'accord

Tout à fait d'accord

11) Une société préfère faussement se déclarer totalement conforme plutôt que d'expliquer sa non-conformité relative à...  
(1 = pas du tout d'accord ; 8 = totalement d'accord)  
Une seule réponse possible par ligne.

1 2 3 4 5 6 7 8

... des  
recommandations  
qu'elle juge d'une  
faible importance

... un très faible  
nombre de  
recommandations

12) Le "Comply or Explain" est plutôt :  
Une seule réponse possible.

- Un outil qui apporte de la connaissance sur l'entreprise
- Un outil qui génère de la confiance envers l'entreprise



13) Le fait qu'une société déclare un haut niveau de conformité à l'égard d'un code de gouvernance d'entreprise est un point :  
Une seule réponse possible.

- Positif
- Plutôt positif
- Plutôt négatif
- Négatif

14) Le très haut niveau de conformité déclarée de l'ensemble des sociétés cotées est un point :  
Une seule réponse possible.

- Positif
- Plutôt positif
- Plutôt négatif
- Négatif

15) Le "benchmarking" est une pratique développée s'agissant des explications fournies en cas de non-conformité  
Note : le "benchmarking" s'entend d'une démarche de comparaison avec les pratiques des autres sociétés, démarche aboutissant à un étalonnage des déclarations.  
Une seule réponse possible.

- Oui, heureusement
- Oui, malheureusement
- Non, heureusement
- Non, malheureusement
- Je ne sais pas, mais elle devrait l'être
- Je ne sais pas, mais elle ne devrait pas l'être

16) Dans le "Comply or Explain", la fiabilité de l'information :  
Une seule réponse possible.

- Est moins importante que la qualité de la communication
- Est plus importante que la qualité de la communication
- Est aussi importante que la qualité de la communication

17) Selon vous, le régulateur apprécie-t-il la qualité de la communication en matière de gouvernance d'entreprise ou contrôle-t-il la réalité des pratiques de gouvernance déclarées par les sociétés ?  
Une seule réponse possible.

- Il apprécie seulement la qualité de la communication en matière de gouvernance d'entreprise
- Il contrôle seulement la réalité des pratiques de gouvernance déclarées
- Les deux à la fois
- Je ne sais pas

18) Selon vous, les auditeurs contrôlent-ils la sincérité des pratiques déclarées dans le "Comply or Explain" ?

Une seule réponse possible.

- Oui
- Non
- Je ne sais pas

19) Le "Comply or Explain" est un outil d'information utile à l'investisseur pour arbitrer ses positions sur le marché financier

Une seule réponse possible.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Pas du tout d'accord

Tout à fait d'accord

20) Les déclarations de conformité ou de non-conformité sont-elles susceptibles d'influencer les décisions d'investissement prises par les investisseurs sur les marchés financiers ?

Une seule réponse possible.

- Oui
- Probablement oui
- Non
- Probablement non

21) Le "Comply or Explain" est un bon dispositif parce qu'il :

(Classez par ordre d'importance ; 1er = le plus important, 4ème = le moins important)

Une seule réponse possible par ligne.

1er

2ème

3ème

4ème

Laisse les sociétés libres en matière de choix de gouvernance

Fournit une information fiable

Evite l'instauration de règles strictes et obligatoires en matière de gouvernance

Permet de mettre en valeur les choix de gouvernance spécifiques retenus par la société

22) Les défauts du "Comply or Explain" sont :  
(Classez par ordre d'importance ; 1er = le plus important, 4ème = le moins important)  
Une seule réponse possible par ligne.

	1er	2ème	3ème	4ème
Un contrôle insuffisant de la fiabilité du contenu de l'information (conformité et explications)				
Les pratiques de gouvernance "prêt-à-porter" qu'il génère				
Le faible nombre de lecteurs des déclarations				
La faible qualité des explications fournies en cas de non-conformité				

23) Selon vous, la structure actionnariale d'une société (niveau du flottant, investisseurs institutionnels, actionnariat salarié, actionnariat familial...) pourrait-elle avoir un impact sur les déclarations de gouvernance ?  
Une seule réponse possible.

- Certainement
- Vraisemblablement
- Peu probable
- Pas du tout

24) Selon vous, les bonnes performances économiques et financières des sociétés pourraient-elles influencer les déclarations de gouvernance ?  
Une seule réponse possible.

- Certainement
- Vraisemblablement
- Peu probable
- Pas du tout

25) Selon vous, les mauvaises performances économiques et financières des sociétés pourraient-elles influencer les déclarations de gouvernance ?  
Une seule réponse possible.

- Certainement
- Vraisemblablement
- Peu probable
- Pas du tout

## **Mieux vous connaître...**

Cette rubrique a pour objet de mieux identifier la catégorie de répondant à laquelle vous appartenez, en préservant bien sûr l'anonymat sur votre identité ; en fonction de votre réponse, quelques questions supplémentaires pourront éventuellement vous être posées (catégorie 1 : 13 questions ; catégorie 2 : 12 questions ; catégorie 3 : 0 question).

Vous exercez habituellement votre activité professionnelle en... \*  
Une seule réponse possible.

- France
- Allemagne
- Royaume-Uni
- autre pays

Vous êtes, vous représentez, vous êtes membre de, vous conseillez, vous travaillez pour... \*  
Une seule réponse possible.

- Catégorie 1 : un émetteur d'informations relatives à la gouvernance d'entreprise, ou son prestataire / conseil en communication et/ou gouvernance Passez à la question 29.
- Catégorie 2 : un détenteur / gestionnaire de capital ou son prestataire / mandataire, destinataire d'informations relatives à la gouvernance Passez à la question 43.
- Catégorie 3 : un tiers intéressé / concerné par les informations relatives à la gouvernance Passez à la question 59.

... et plus précisément \*  
Une seule réponse possible.

- Un dirigeant exécutif de société
- Un administrateur ou membre du conseil de surveillance d'une société
- Un secrétaire général de conseil d'administration ou de conseil de surveillance d'une société
- Un compliance officer ou collaborateur d'un service/département compliance d'une société
- Un responsable communication ou membre d'un service/département de communication d'une société
- Un prestataire de conseils en gouvernance ou en communication
- Autre :

## Votre expérience du "Comply or Explain"

1) Depuis 5 ans, le taux de conformité de votre société a augmenté

Note : le cas échéant, "votre société" s'entend de la ou des sociétés que vous conseillez, et ce pour toutes les questions ci-dessous.

Une seule réponse possible.

- Oui
- Vraisemblablement
- Peu probable
- Non

2) Depuis 5 ans, la qualité des explications fournies par votre société en cas de non-conformité s'est améliorée

Une seule réponse possible.

- Oui
- Vraisemblablement
- Peu probable
- Non

3) Dans votre société, en cas de non-conformité, un soin particulier est mis sur les explications relatives à :

Une seule réponse possible.

- La rémunération des dirigeants
- L'indépendance des administrateurs
- Le fonctionnement des comités du conseil
- Les relations entre le conseil et l'assemblée générale
- Toutes les explications sont fournies avec le même soin

4) Le "Comply or Explain" a contribué à améliorer la communication sur la gouvernance de votre société

Une seule réponse possible.

- Certainement
- Vraisemblablement
- Peu probable
- Pas du tout

5) Grâce au "Comply or Explain", votre société s'éloigne d'un modèle de gouvernance prêt-à-porter

Une seule réponse possible.

- Oui, totalement
- Oui, largement
- Assez peu
- Très faiblement

6) Un prestataire de service spécialisé en communication sur la gouvernance conseille votre société sur le "Comply or Explain" (contenu et explication)  
Une seule réponse possible.

- Oui
- Vraisemblablement
- Peu probable
- Non
- Non concerné

7) Votre société est davantage soucieuse de mettre en avant son fort taux de conformité, que d'expliquer les déviations au code de gouvernance  
Une seule réponse possible.

- Oui
- Vraisemblablement
- Peu probable
- Non

8) Vous félicitez-vous du fort taux de conformité de votre société en matière de gouvernance d'entreprise ?  
Une seule réponse possible.

- Oui, totalement
- Oui, largement
- Assez peu
- Non

9) Si votre société était frappée par un scandale de gouvernance, chercherait-elle à modifier sa communication sur sa conformité vis-à-vis des bonnes pratiques ?  
Une seule réponse possible.

- Oui
- Vraisemblablement
- Peu probable
- Non

10) Regrettez-vous que votre société n'adopte pas des pratiques de gouvernance qui correspondraient mieux à sa propre culture d'entreprise ?  
Une seule réponse possible.

- Oui, souvent
- Oui, parfois
- Rarement
- Non

11) Un changement dans la structure du capital de votre société a-t-il eu un impact sur les explications fournies en cas de non-conformité ?

Une seule réponse possible.

- Oui
- Non
- Je ne sais pas
- Société non concernée

12) Le "Name & Shame" en cas de défaillance dans votre communication sociétaire relative à la gouvernance occasionne un risque de réputation ; où en situez-vous la gravité ?

Note : le "Name and Shame" peut notamment être pratiqué par le régulateur, une autorité publique ou parfois par le juge selon les systèmes juridictionnels en cause ; il consiste à nommer publiquement les sociétés ayant des mauvaises pratiques.

Une seule réponse possible.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Sans conséquence

Risque très important

13) Dans votre société, les explications fournies en cas de non-conformité sont benchmarkées

Note : le "benchmarking" s'entend d'une démarche de comparaison avec les pratiques des autres sociétés en matière d'explications et de justifications données aux cas de non-conformité, démarche aboutissant à un étalonnage des déclarations.

Une seule réponse possible.

- Oui
- Vraisemblablement
- Peu probable
- Non

Passez à la question 60.

... et plus précisément \*

Une seule réponse possible.

- Un actionnaire / investisseur individuel
- Une société de gestion, un investisseur institutionnel (banque, assurance, fonds de pension ou autres fonds publics...)
- Un prestataire en conseil et/ou exercice de droits de vote
- Autre :

## Votre expérience du "Comply or Explain"

1) Vous consultez systématiquement, tous les ans, la déclaration de gouvernance d'une société dans laquelle vous êtes impliqué

Note : si vous êtes un prestataire en conseil et/ou exercice de droits de vote, "une société dans laquelle vous êtes impliqué" s'entend d'une société dont votre client est actionnaire, et ce pour toutes les questions ci-dessous.

Une seule réponse possible.

- Oui
- Non

2) Vous avez déjà été surpris par l'originalité (spécificité ou inventivité) des informations contenues dans une déclaration de gouvernance d'une société dans laquelle vous êtes impliqué

Une seule réponse possible.

- Oui, souvent
- Oui, parfois
- Rarement
- Jamais
- Je n'ai jamais consulté de déclaration de gouvernance

3) Évaluez, sur une échelle de 1 à 8, le niveau d'importance des informations périodiques que vous consultez/consulteriez

(1 = pas du tout important ; 8 = très important)

Une seule réponse possible par ligne.

1      2      3      4      5      6      7      8

Informations  
sociales et  
environnementales

Rémunération des  
organes  
d'administration et  
de direction  
(montant et nature)

Résultats et  
performances  
comptables et  
financières

Gestion des risques  
et contrôles internes

Parts de marchés et  
stratégie de  
l'entreprise  
(Investissements,  
R&D...)



1 2 3 4 5 6 7 8

Déclaration de  
gouvernance  
("Comply or  
Explain")

4) En cas de non-conformité, les explications fournies par une société dans laquelle vous êtes impliqué vous satisfont-elles habituellement ?

Une seule réponse possible.

- Oui
- Non
- Je n'ai jamais consulté de déclaration de gouvernance

Si Oui ou Non, pourquoi ?

5) Dans quelle mesure ces explications de différents types vous semblent-elles convaincantes ?

Une seule réponse possible par ligne.

Peu convaincant      Assez convaincant      Très convaincant

Opposition de  
principe à la  
recommandation  
figurant dans le  
code de  
gouvernement  
d'entreprise

Période transitoire  
avec engagement de  
mise en conformité  
future

Situation spécifique  
de la société ou  
mise en oeuvre de  
pratiques  
équivalentes

6) Pensez-vous que le "Comply or Explain" empêche une société dans laquelle vous êtes impliqué de vous cacher des choses en termes de gouvernance ?

Une seule réponse possible.

- Oui
- Non

7) Êtes-vous satisfait si une société dans laquelle vous êtes impliqué déclare être totalement conforme à un code de gouvernance ?

Une seule réponse possible.

- Oui
- Plutôt oui
- Plutôt non
- Non

8) Pensez-vous qu'une société dans laquelle vous êtes impliqué cherche à mettre en avant ses valeurs éthiques auprès des actionnaires et des investisseurs lorsqu'elle communique par le biais du "Comply or Explain", y compris lorsqu'elle explique sa non-conformité ?

Une seule réponse possible.

- Oui
- Probablement
- Probablement non
- Non

9) Pensez-vous qu'une société dans laquelle vous êtes impliqué cherche à mettre en avant ses valeurs éthiques auprès de l'opinion publique et des médias lorsqu'elle communique par le biais du "Comply or Explain", y compris lorsqu'elle explique sa non-conformité ?

Une seule réponse possible.

- Oui
- Probablement
- Probablement non
- Non

10) Une déclaration de gouvernance vous a-t-elle déjà servi d'appui dans une décision d'investissement ?

Une seule réponse possible.

- Oui
- Parfois
- Jamais
- Non concerné par des décisions d'investissement

11) Les déclarations de conformité en matière de gouvernance rassurent-elles vos décisions d'investissement ?

Une seule réponse possible.

- Oui
- Parfois
- Non
- Non concerné par des décisions d'investissement

Si oui, parfois ou non, pourquoi ?

12) Les déclarations de gouvernance influencent-elles l'exercice des droits de vote en assemblée générale d'une société dans laquelle vous êtes impliqué ?

Une seule réponse possible.

- Oui
- Parfois
- Jamais

Si oui ou parfois, dans quelle mesure ?

Passez à la question 60.

... et plus précisément \*

Une seule réponse possible.

- Un universitaire, chercheur, membre d'une communauté académique, scientifique...
- Un groupement professionnel ou un groupement d'intérêts représentant les acteurs du monde de l'entreprise (ses dirigeants, ses actionnaires, ses salariés, les investisseurs...)
- Une autorité publique (régulateur, administration...)
- Un analyste financier
- Un journaliste, notamment journaliste économique ou financier
- Un comité chargé de produire des recommandations de gouvernance, de superviser leur mise en oeuvre
- Un think tank, un groupe de réflexion en matière de gouvernance, ou plus globalement sur le monde de l'entreprise.....
- Autre :

## **Commentaire libre...**

Si vous souhaitez déposer un commentaire sur ce questionnaire, ou plus globalement sur la gouvernance d'entreprise, les codes de gouvernance ou la compliance en matière de gouvernance, remplissez l'espace réservé ci-dessous.

## **Merci d'avoir participé à cette enquête**

Si vous souhaitez être informé des résultats de ce questionnaire, ou prendre contact avec nous pour en savoir plus sur ce projet de recherche, vous pouvez nous écrire à l'adresse : [valeursdegouvernance@gmail.com](mailto:valeursdegouvernance@gmail.com)

# **The Value of Corporate Governance and the Governance of Corporate Values**

This survey, which preserves the anonymity of the respondents, is a part of a research project supported by the French "Mission Droit et Justice" and conducted by the Lille Faculty of Law. The project is entitled "The Value of Corporate Governance and the Governance of Corporate Values. A research on the effects of corporate governance codes". This survey focuses on listed company disclosures on corporate governance, especially on the "Comply or Explain" mechanism.

To know more about the research project, click here : <http://urlz.fr/4HDN>

\*Required

## **A few reminders about the "Comply or Explain" approach...**

The "Comply or Explain" approach is well-known in many countries. Most of the times, it is a legal and mandatory mechanism. It consists, for a listed company, in disclosing each year its compliance with non-binding principles included in a domestic code of corporate governance. Such codes set out best practices recommendations to curtail decades-long scandals that tarnished several big companies (lack of accounting and financial transparency, directors' compensation, etc.). In the event of non-compliance with some recommendations, the company has to explain why it decided to deviate from them. This statement on corporate governance is publicly disclosed in the company's annual report and on the company's website. This survey aims to gather information about your perception of the "Comply or Explain" mechanism and, if applicable, to know more about your experience with it. We collect neither your e-mail address nor your contact details. On your own initiative, you can join us directly at the e-mail address indicated at the end of the survey.

\*

Mark only one oval.

- I would like to see a few examples of statements on corporate governance under the "Comply or Explain" approach
- I don't want to see examples of statements on corporate governance under the "Comply or Explain" approach Skip to question 2.

# A few examples of statements on corporate governance under the "Comply or Explain" approach

KINGFISHER's statement on corporate governance, Annual report 2014-2015, p. 34:

## Compliance with the UK Corporate Governance Code

Kingfisher is subject to and has reviewed its operations and governance framework to ensure that it reflects the principles of the UK Corporate Governance Code, published by the Financial Reporting Council (the FRC) and available on their website, [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk). In accordance with the Listing Rules of the UK Listing Authority, the Board confirms that, throughout the year ended 31 January 2015, and as at the date of this report, the Company has complied with the provisions set out in the September 2012 edition of the Code, save for as set out below.

*Provision D.1.1 Provides that grants under long-term incentive schemes should normally be phased rather than awarded in one large block.*

As reported in our 2011/12 annual report, the Company set stretching long-term targets for management as part of the Creating the Leader phase of Kingfisher's strategy. The Remuneration Committee approved awards under the Performance Share Plan (the 'Plan') of up to 500% of base salary.

The award was higher than the normal award of 200% but in making it the Committee took into account the fact that no further awards would be made under the Plan until the financial year 2014/15, and felt that it created a better focus on a single performance period aligned to the next phase of the Group's strategy, rather than the more commonly used overlapping performance periods.

BAYER's statement on corporate governance, Annual report 2015, p. 182:

### DECLARATION BY THE BOARD OF MANAGEMENT AND SUPERVISORY BOARD OF BAYER AG concerning the German Corporate Governance Code (May 5, 2015 version) pursuant to Section 161 of the German Stock Corporation Act\*\*

Under Section 161 of the German Stock Corporation Act, the Board of Management and the Supervisory Board of Bayer AG are required to issue an annual declaration that the company has been, and is, in compliance with the recommendations of the "Government Commission on the German Corporate Governance Code" as published by the Federal Ministry of Justice in the official section of the Federal Gazette (Bundesanzeiger), or to advise of any recommendations that have not been, or are not being, applied and the reasons for this. An annual declaration was last issued in December 2014.

With respect to the past, the following declaration refers to the June 24, 2014 version of the Code. With respect to present and future corporate governance practices at Bayer AG, the following declaration refers to the recommendations in the May 5, 2015 version of the Code.

Pursuant to Section 161 of the German Stock Corporation Act, the Board of Management and Supervisory Board of Bayer AG hereby declare as follows:

1. The company has been in compliance with the recommendations of the Code since issuance of the last annual compliance declaration in December 2014.
2. All the recommendations of the Code are now being complied with in full.

Leverkusen, December 2015

For the Board of Management

For the Supervisory Board

  
DR. DEKKERS

  
DIETSCH

  
WENNING

\*\* This is an English translation of a German document. The German document is the official and controlling version, and this English translation in no event modifies, interprets or limits the official German version.

## AIR LIQUIDE's statement on corporate governance, Annual report 2015, p. 139:

### APPLICATION OF THE AFEP/MEDEF CODE OF CORPORATE GOVERNANCE: SUMMARY TABLE

L'Air Liquide applies the AFEP/MEDEF Code except for the following recommendations:

Recommendations	L'Air Liquide's practice and justification
<p><b>Independence criteria for the Directors</b> Article 9.4: In order to qualify as independent, a Director:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ must not be "an employee or executive director of the Company, or an employee or Director of its parent or a company that the latter consolidates, and must not have held such a position for the previous five years";</li> <li>■ must not "have been a director of the Company for more than twelve years".</li> </ul>	<p>The Board considered that former employees or senior management executives of the Company cannot be considered as independent, even if their duties ended more than five years ago (see page 126). The Board did not consider that the performance of a term of office for more than 12 years disqualified a Board member from being independent.</p> <p>Highly capital-intensive investment projects within the scope of long-term contracts, with a typical length of 15 years, but which can sometimes be 20 or 30 years, are at the heart of the industrial gases business. Experience acquired on the Board over time therefore allows a Director to follow the Group's development cycle in the long term and accordingly make an informed, critical judgment on the investment decisions to be made to ensure future growth. After re-examining the issue at its meeting in February 2015, the Board decided not to change the independence criteria that have been applied to date. The Group is however committed to compliance with best governance practices. In a medium-term perspective taking account of the schedule of changes to be made in the composition of the Board, the Board of Directors confirmed that it was ready to re-examine this criterion on a regular basis and in particular at the time of renewal of the terms of office of the Directors concerned (see page 126).</p>
<p><b>Audit Committee</b> Article 16.2.1: "The time available for reviewing the accounts should be sufficient (no less than two days before review by the Board)."</p>	<p>Considering the presence within the Audit Committee of Directors from abroad, in 2015 the Committee meetings with regard to review of the financial statements were held the day before or on the morning of Board of Directors' meetings. Other means (preparatory meeting with the Committee Chair more than one week prior to the meeting as provided for above; dispatch of files, now also available in electronic form, to Committee members five to seven days in advance) however enable the members to review the financial statements well in advance of the meeting. This issue is currently being re-examined for future years. Committee meetings relating to the financial statements would be scheduled 24h to 48h prior to the Board meeting, with the possibility of participation by non-resident members by telephone or videoconference. In 2016, the Committee meeting relating to the annual financial statements was held two days prior to the Board meeting. (see page 134).</p>
<p><b>Remuneration Committee</b> Article 18.1: "It is advised that an employee director be a member of this Committee."</p>	<p>A Director representing the employees was appointed by the France Group Committee and has participated in Board meetings since July 2014. The Company's practice is usually to leave new Directors time to adapt before proposing their appointment on a Committee. The Appointments and Governance Committee examines, on a case-by-case basis, whether it is appropriate to propose to the new Directors their participation in one of the three Committees, according to the most appropriate timetable. (see page 129).</p>
<p>Article 18.2: "When the report on the proceedings of the Compensation Committee is presented, the Board should deliberate on issues relating to the compensation of the executive directors without the presence of the latter."</p>	<p>At Remuneration Committee meetings, the Chairman and Chief Executive Officer is not present when the Committee makes decisions relating to him personally (see page 137).</p>
<p><b>Executive Officer remuneration</b> Article 23.2.4: It is appropriate "to make performance shares awarded to the executive officers conditional, in accordance with the terms and conditions set by the Board, on the purchase of a defined quantity of shares at the time of availability of the shares awarded".</p>	<p>On the recommendation of the Remuneration Committee, the Board has defined strict obligations for holding shares pursuant to:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(i) law (art. L.225-185 of the French Commercial Code): the Board decided that as from 2015, for each stock option / performance share plan awarded to Executive Officers, such Executive Officers shall retain in registered form under the termination of their duties, a minimum quantity of shares corresponding to 50% of the capital gain on acquisition net of social charges and tax for each exercise of stock options / definitive allocation of performance shares. This percentage will be reduced to 5% as soon as the quantity of shares held represents an amount equal to at least 3 times the Executive Officer's fixed gross annual remuneration; and</li> <li>(ii) the internal rule defined by the Board of Directors since 2008, whereby the Executive Officers must hold a number of shares equivalent to twice the fixed gross annual remuneration for the Chairman and Chief Executive Officer and the amount of fixed gross annual remuneration for the Senior Executive Vice-President. This obligation shall remain in force as long as it has not been exceeded by the effect of the above-mentioned rules resulting from the French Commercial Code.</li> </ul> <p>In the light of the stringent rules for holding shares thus implemented, the award of performance shares to the Executive Officers is not conditional on the purchase of additional shares by the Executive Officers when the shares awarded become available, as an exception to the recommendations of the AFEP/MEDEF Code (article 23.2.4) (see pages 158-159).</p>

## Your perception about the "Comply or Explain"

We would like to know your personal opinion about all the twenty-five questions below; no matter whether your opinion is based on your knowledge, your value judgements or even your intuitions and feelings...

1) The "Comply or Explain" mechanism contributes to improving governance in listed companies

Mark only one oval.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Absolutely disagree

Totally agree

2) The "Comply or Explain" mechanism leads to reducing scandals relating to the management of listed companies

Mark only one oval.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Absolutely disagree

Totally agree

3) The "Comply or Explain" is dedicated to promoting the company's ethical values...

Mark only one oval.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Absolutely disagree

Totally agree

4) The "Comply or Explain"...

Mark only one oval.

- ... contributes to standardizing the governance of listed companies.
- ... enables the listed companies to depart from a "one-size-fits-all" governance model.

5) Put the following governance items in order of importance (in terms of communication)

(1st = the most important; 4th = the least important)

Mark only one oval per row.

1st

2nd

3rd

4th

Relations  
between the  
shareholder  
meeting and the  
board of  
directors

Independence  
of the directors

Functioning of  
the board's  
committees

Executive  
directors'  
compensation

6) It is easier to explain a non-compliance with the composition of the board of directors than a non-compliance with the executive directors' compensation  
Mark only one oval.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Absolutely disagree

Totally agree

7) The annual statement on corporate governance is eagerly-awaited by investors on financial markets

Mark only one oval.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Absolutely disagree

Totally agree

8) For investors and shareholders, the financial and economic performance are more important than the compliance with corporate governance principles

Mark only one oval.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Absolutely disagree

Totally agree

9) For both the media and public opinion, compliance with corporate governance principles is more important than the financial and economic performance

Mark only one oval.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Absolutely disagree

Totally agree

10) Despite non-compliance circumstances, companies prefers to declare itself compliant rather than disclose embarrassing explanations

Mark only one oval.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Absolutely disagree

Totally agree

11) A company prefers falsely disclose full compliance rather than explain non-compliance relating to...

(1 = absolutely disagree; 8 = totally agree)

Mark only one oval per row.

1 2 3 4 5 6 7 8

...  
recommendations  
regarded as  
unimportant by it

... a very few  
recommendations

12) The "Comply or Explain" is rather...

Mark only one oval.

- ... a mechanism that provides knowledge on a company
- ... a mechanism that gives rise to confidence towards a company



13) A high rate of compliance with a code of corporate governance, stated by a single company, is...

Mark only one oval.

- ... a good thing
- ... quite a good thing
- ... quite a bad thing
- ... a bad thing

14) A very high rate of compliance with a code of corporate governance, stated by the whole set of listed companies in a country, is...

Mark only one oval.

- ... a good thing
- ... quite a good thing
- ... quite a bad thing
- ... a bad thing

15) With respect to explanations disclosed by companies in case of non-compliance, benchmarking is a widespread practice

Mark only one oval.

- Yes, fortunately
- Yes, unfortunately
- No, fortunately
- No, unfortunately
- I don't know, but it should
- I don't know, but it should not

16) In the "Comply or Explain" mechanism, the reliability of the information...

Mark only one oval.

- ... is less important than the quality of the communication
- ... is more important than the quality of the communication
- ... is as important as the quality of communication
- There is no difference between the reliability of the information and the quality of the communication

17) According to you, does the financial market public regulator estimate the quality of the communication or does it supervise the reality of the governance practices stated by companies ?

Mark only one oval.

- It estimates only the quality of communication
- It estimates only the reality of the stated governance practices
- Both of them
- I don't know

18) According to you, do the companies' auditors supervise the sincerity of the governance practices stated by companies?

Mark only one oval.

- Yes
- No
- I don't know

19) The "Comply or Explain" mechanism provides helpful information for the investors' decision-making on the financial market.

Mark only one oval.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Absolutely disagree

Totally agree

20) Would compliance or non-compliance statements influence investment decisions taken by investors in financial markets?

Mark only one oval.

- Yes
- Yes, probably
- No
- Probably no

21) The "Comply or Explain" mechanism is good because:

(1st = the most important reason; 4th = the least important reason)

Mark only one oval per row.

1st

2nd

3rd

4th

It lets the company free to choose its own governance pattern

It provides reliable information

It prevents the enforcement of strict and mandatory rules in corporate governance

It highlights the company's own governance pattern

22) The problems of the "Comply or Explain" mechanism are:  
(1st = the most important defect; 4th = the least important defect)  
Mark only one oval per row.

	1st	2nd	3rd	4th
The lack of control on the reliability of information				
The "one-size-fits-all" governance practices it generates				
The few readers of the statements on corporate governance				
The lack of quality of explanations in non-compliance circumstances				

23) According to you, could the ownership composition of the company (institutional investors, family shareholders, employees as shareholders, floating shareholders...) have an impact on its statements on corporate governance?  
Mark only one oval.

- Certainly
- Probably
- Probably not
- Not at all

24) According to you, could good financial and economic performance of a company have an impact on its statements on corporate governance?  
Mark only one oval.

- Certainly
- Probably
- Probably not
- Not at all

25) According to you, could bad financial and economic performance of a company have an impact on its statements on corporate governance?

Mark only one oval.

- Certainly
- Probably
- Probably not
- Not at all

## We would like to get to know you better

Although you remain anonymous, this section aims to identify more precisely the type of respondent you are. Depending on your answer, a few additional questions may be asked (1 - category: 13 additional questions; 2 - category: 12 additional questions; 3 - category: no additional question).

Your regular professional occupation takes place in... \*

Mark only one oval.

- France
- Germany
- United Kingdom
- another country

You are, you act on behalf of, you are a member of, you advise, you work for... \*

Mark only one oval.

- 1 - category: a listed company which discloses information on corporate governance, or its communication / governance advisor / consultant Skip to question 29.
- 2 - category: a shareholder, an investor, an asset management company, or its agent / proxy Skip to question 43.
- 3 - category: a third party involved in / interested in corporate governance disclosures Skip to question 59.

... and more precisely \*

Mark only one oval.

- An executive director
- A director of a listed company, member of the board (including the supervisory board in a two-tier structure)
- A secretary-general of the board of directors (or of the supervisory board in a two-tier structure)
- A compliance officer or a member of a compliance department
- The chief or a member of a communication / public relation department
- A communication / governance advisor / consultant
- Other:

## Your experience with the "Comply or Explain" mechanism

1) Over the last five years, the rate of compliance of your company has increased  
If required, for all the questions below, "your company" can be understood as the company(ies) you advise.

Mark only one oval.

- Yes
- Probably
- Probably not
- No

2) Over the last five years, the quality of the explanations given by your company in case of non-compliance has increased

Mark only one oval.

- Yes
- Probably
- Probably not
- No

3) In your company, in case of non-compliance, special care is taken to explain a deviation from...

Mark only one oval.

- ... the executive directors' compensation / remuneration recommendations
- ... the independence of directors recommendations
- ... the board's committees recommendations
- ... the relations between the shareholder meeting and the board of directors recommendations
- All explanations are given with an equivalent care

4) The "Comply or Explain" mechanism played a significant role in the improvement of your company's communication in corporate governance

Mark only one oval.

- Certainly
- Probably
- Probably not
- Certainly not

5) By means of the "Comply or Explain" mechanism, your company departs from a "one-size-fits-all" governance model

Mark only one oval.

- Yes, totally
- Yes, largely
- Not really
- No

6) Your company is advised by a consultant specialized in corporate governance communication

Mark only one oval.

- Yes
- Probably
- Probably not
- No
- Not concerned

7) Your company is more concerned about highlighting its high level of compliance with the code of corporate governance than explaining the deviations from it

Mark only one oval.

- Yes
- Probably
- Probably not
- No

8) Are you satisfied with your company reports a high level of compliance?

Mark only one oval.

- Yes, absolutely
- Yes, largely
- Not really
- No

9) If your company was involved in a governance scandal, would it seek to modify its communication relating to good governance practices?

Mark only one oval.

- Yes
- Probably
- Probably not
- No

10) Do you regret that your company does not implement governance practices that would be more appropriate to its own corporate culture?

Mark only one oval.

- Yes, frequently
- Yes, sometimes
- Rarely
- Never

11) Has a shift in the ownership composition of your company ever impacted the given explanations in case of non-compliance?

Mark only one oval.

- Yes
- No
- I don't know
- Not concerned

12) The "Name and Shame" soft penalty, as a consequence of a failing corporate governance disclosure, is considered to constitute a reputation risk. According to you, how serious is this risk?

The "Name and Shame" is a soft penalty consisting in publicly naming the companies. It can be apply in particular by a public regulator or a judge.

Mark only one oval.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 10

Not serious

Extremely serious

13) In your company, the explanations given in non-compliance circumstances are benchmarked

Mark only one oval.

- Yes
- Probably
- Probably not
- No

Skip to question 60.

... and more precisely \*

Mark only one oval.

- A shareholder or an individual investor
- An asset management company, a bank, an insurance company, a pension fund, or another type of institutional investor...
- A proxy voting service provider
- Other:

## Your experience with the "Comply or Explain" mechanism

1) Each year, you read the statement on corporate governance of companies in which you are involved

If you are a proxy voting service provider, a "company in which you are involved" is understood, for all the twelve questions below, as a company in which your client is a shareholder.

Mark only one oval.

- Yes
- No

2) Have you ever been surprised by the originality (uniqueness or inventiveness) of the information included in the statement on corporate governance of companies in which you are involved?

Mark only one oval.

- Yes, frequently
- Yes, sometimes
- Rarely
- Never
- I have never read a statement on corporate governance

3) Assess, from 1 to 8, the importance of periodical information you read / you would read

(1 = absolutely not important; 8 = very important)

Mark only one oval per row.

	1	2	3	4	5	6	7	8
Social and environmental information								
Executive and non-executive directors' compensation information								
Accounting and financial results and performance information								
Risk management and internal control information								



1 2 3 4 5 6 7 8

Market shares  
and business  
strategy  
(Industrial  
investments,  
R & D...)  
information

Corporate  
governance  
information  
(Comply or  
Explain)

4) In a case of non-compliance, do the explanations given by companies in which you are involved usually satisfy you?

Mark only one oval.

- Yes
- No
- I have never read a statement on corporate governance

If yes or no, could you explain why?

5) According to you, in case of non-compliance, how persuasive are these kind of explanation?

Mark only one oval per row.

A few persuasive      Quite persuasive      Very persuasive

Principled  
opposition to the  
recommendation  
included in the code  
of corporate  
governance

Period of transition  
and commitment to  
future compliance

Company's specific  
context or  
implementation of  
equivalent  
governance  
practices by the  
company

6) Do you think that the "Comply or Explain" mechanism prevents companies in which you are involved from concealing information relating to corporate governance?

Mark only one oval.

- Yes
- No

7) Are you satisfied with the full compliance disclosed by companies in which you are involved?

Mark only one oval.

- Yes
- Mostly yes
- Mostly no
- No

8) Do you think that companies in which you are involved intends to promote ethical values among shareholders and investors by using the "Comply or Explain" mechanism, including when it gives explanations in non-compliance circumstances?

Mark only one oval.

- Yes
- Probably
- Probably not
- No

9) Do you think that companies in which you are involved intends to promote ethical values among both the media and public opinion by using the "Comply or Explain" mechanism, including when it gives explanations in non-compliance circumstances?

Mark only one oval.

- Yes
- Probably
- Probably not
- No

10) Have you ever used a statement on corporate governance in support of an investment decision?

Mark only one oval.

- Yes
- Sometimes
- Never
- Not concerned

11) Do the statements on corporate governance make you more confident in your investment decisions?

Mark only one oval.

- Yes
- Sometimes
- No
- Not concerned by investment decisions

If yes, sometimes, or no, could you explain why?

12) Do the statements on corporate governance influence you in exercising your voting rights at the shareholder meetings of companies in which you are involved?

Mark only one oval.

- Yes
- Sometimes
- Never

If yes or sometimes, could you explain why?

Skip to question 60.

... and more precisely \*

Mark only one oval.

- A university or a business school professor / lecturer, a researcher, a member of an academic community...
- A professional organization or an interest group for companies' stakeholders (executive and non-executive directors, shareholders, investors, employees...)
- A public authority (public regulator, state or local agency / department for business affairs...)
- A financial analyst
- A journalist, especially an economic or financial one
- A committee or a group in charge of issuing corporate governance principles and best practices recommendations, and / or in charge of supervising and / or monitoring their implementation
- A think-tank in the field of corporate governance, or more generally in the field of business
- Other:

### **Free comment...**

If you want to comment on this survey, or more generally, to comment on corporate governance or compliance with codes of corporate governance, please use the space below

### **Thank you very much for responding to our survey**

If you would like to be informed about the results of this survey, or if you want to contact us to know more about this research project, please send a message to

[valuesgovernance@gmail.com](mailto:valuesgovernance@gmail.com)

### **ANNEXE 3 : Entretiens menés dans le cadre de la démarche qualitative**

*Nota : Les entretiens ayant été menés avant la publication de l'ordonnance n° 2017-1162 du 12 juillet 2017, des propos ont été échangés au sujet de l'article L. 225-37 du Code de commerce, auquel il convient dorénavant de substituer l'article L. 225-37-4, 8° du même code.*

#### **Restitution d'entretien Association Nationale des Actionnaires de France (ANAF)**

Vendredi 5 mai 2017, 9h30 – 10h30  
Lille

Une personne présente pour l'ANAF :  
**M. Gérard Gérardin (G. G.)** : Président de l'ANAF

Une personne présente pour le projet :  
**M. Jean-Christophe Duhamel (J.-C. D.)** : IGR Lille 2

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

**(J.-C. D.)** : Qui sont les adhérents de l'ANAF, et donc les actionnaires que vous avez vocation à accompagner et à défendre ? Quel est votre rôle concret dans les sociétés cotées, et d'où puisez-vous votre légitimité juridique pour intervenir dans ces sociétés (vous mettez en avant en effet sur votre site votre vocation à "assurer une présence affirmée à un grand nombre d'assemblées annuelles des actionnaires des plus grandes sociétés") ?

**(G. G.)** : L'ANAF est détentrice d'un portefeuille d'actions détenues au nominatif, assez diversifié et largement représentatif du CAC 40 mais aussi du CAC Large 60. Nous n'avons pas en revanche de position sur Alternext.

L'ANAF est présente certes à l'occasion des assemblées générales des sociétés qu'elle détient en portefeuille, mais également en matière de décryptage des informations financières et des évolutions boursières. Nous nous sommes vite distingués des autres associations qui ont vu le jour voici à peu près 20 ans, d'abord par le fait que nous avons duré. A l'époque, beaucoup de structures associatives s'étaient créées par une sorte de phénomène d'engouement pour la défense des minoritaires, en pensant vraisemblablement qu'il y avait un créneau en ce domaine ; mais elles ont vite disparu ensuite face à l'absence d'une véritable demande. Nous assurons, au-delà de la présence en assemblée générale, des conseils auprès des épargnants actionnaires. Il ne s'agit pas de conseils en termes d'achat ou de vente, car nous n'avons pas le statut de conseiller en investissement. Notre rôle est plutôt d'éclairer par la statistique, accompagner l'actionnaire dans ces choix en lui fournissant de l'information. Par exemple, nous faisons des statistiques de synthèse sur les performances historiques des différents marchés, en ce compris s'agissant des différents modes de négociation comme sur le SRD. Ces statistiques, nous les établissons le cas échéant valeur par valeur. Ce genre de démarche est important, car il n'est que peu mis en œuvre par la presse spécialisée. C'est une façon de donner aux actionnaires individuels le moyen de s'impliquer, individuellement donc, dans la gestion de leur portefeuille. Ceci étant, nous avons conscience que cette vision des choses qui est la nôtre peut sembler surannée... Nous ne sommes même pas sûrs que dans quelques années, l'actionnaire individuel sera encore en capacité juridique de gérer lui-même son propre portefeuille, lorsqu'on voit le déferlement de réglementation juridique qui l'en dissuade, et ce au plus grand profit des gestionnaires d'actifs professionnels. Bientôt, même si j'exagère un peu, on en viendra peut-être à

évaluer vos capacités à comprendre le marché, et donc à gérer votre épargne ; lorsque vous ouvrez un PEA dans une banque aujourd'hui, on vous demande de déclarer que vous comprenez ce que vous faites, que vous avez un degré de connaissance suffisant des investissements en actions, que vous avez été informé des risques liés à l'investissement boursier. Cela démontre qu'on traite l'actionnaire individuel presque comme un béotien, qu'on se demande presque pourquoi il ne recourt pas à un professionnel dont c'est le métier de gérer l'épargne en actions... L'actionnariat individuel n'est vraiment plus encouragé, car il n'est plus perçu comme utile, voire même légitime. Beaucoup d'adhérents de l'ANAF le pensent. Et d'ailleurs, il faut bien comprendre que notre association tend à devenir moribonde. L'âge de nos adhérents est en moyenne élevé, autour des 70 ans. Peu de jeunes actionnaires nous rejoignent. De même, lors de la transmission successorale d'un portefeuille, bien souvent aujourd'hui, les titres sont disséminés et revendus. Le statut d'actionnaire individuel implique de gérer son épargne directement, donc de s'investir, d'y consacrer du temps, en lisant l'information des sociétés, en allant aux assemblées générales... Si vous possédez une vingtaine de sociétés en portefeuille, c'est un travail très conséquent. Qui est prêt aujourd'hui à le faire, alors même que des professionnels se proposent d'accomplir cette tâche, et ce pour de frais de gestion raisonnables eu égard à la grande concurrence qui règne entre OPCVM ou autres fonds d'investissement... D'ailleurs, nous ne sommes même plus capables aujourd'hui de savoir combien il reste en France d'actionnaires individuels. Même nous, qui avons vocation à les représenter, nous ne savons pas, et aucune statistique fiable n'existe sur cette question. On nous a avancé récemment le chiffre fantasmagorique de 3 millions ! C'est bien trop à notre avis. Nous ne devons plus être que quelques centaines de milliers, tout au plus. Voici quelques années, tournait également le chiffre moyen d'environ 8% d'actionnaires individuels dans les sociétés cotées ; c'est une moyenne, mais qui nous paraît elle aussi excessive. Il est vrai ceci étant que la pratique du trading en ligne via des intermédiaires perturbe la représentation qu'on peut avoir de ce qu'est un actionnaire individuel. Pour nous, un actionnaire individuel, c'est forcément du moyen ou long terme, et pas de la spéculation, ce qui exclut de notre définition ces investisseurs en ligne éphémères, dont l'horizon d'investissement va de quelques minutes à quelques jours...

**(J.-C. D.)** : Au gré de nos entretiens, il apparaît que la gouvernance fut instituée à partir des années 90 pour instiguer de la confiance sur les marchés financiers, de plus en plus pénétrés par des investisseurs institutionnels de tous horizons, et notamment anglo-saxon ; il importait de hisser les grandes sociétés cotées françaises composant les indices de référence aux meilleurs standards consensuels internationaux. Ensuite, à partir du milieu des années 2000, on a vu monter en puissance l'opinion publique, les médias et le politique en tant que source créatrice de la gouvernance, spécifiquement sur les questions des rémunérations... Deux questions : validez-vous cette chronologie globale ? Et si oui, on perçoit alors que la protection des actionnaires individuels, qui fait partie de votre objet associatif, est absente des préoccupations qui ont vu naître et qui ont fait évoluer la gouvernance telle que portée dans les codes de bonnes pratiques : qu'en pensez-vous ?

**(G. G.)** : Les actionnaires individuels n'ont pas été demandeurs des principes de gouvernement d'entreprise. A titre illustratif, nous avons souvent été questionnés par des journalistes à la sortie d'assemblées générales, sur les questions de rémunération des dirigeants. Aucun de nos propos n'a jamais été retenu, car nous ne considérons pas systématiquement une forte rémunération comme problématique en elle-même. Notre position est simple : si l'actionnaire est satisfait de la performance de son investissement, les questions relatives à la gouvernance, qu'il s'agisse des rémunérations ou des modalités de fonctionnement des conseils, n'ont pas d'importance. Et l'on peut tout à fait avoir une gouvernance qui ne correspondrait pas à des grands principes formulés dans des codes, et une performance pourtant au rendez-vous. Cette position n'est jamais vraiment ressortie dans les médias, probablement parce qu'elle n'est pas audible par l'opinion publique. Mais quoi qu'il en soit, les actionnaires individuels minoritaires n'ont jamais été demandeurs des règles de gouvernance telles qu'elles existent aujourd'hui : indépendance de l'administrateur, présence de comités, etc.

**(J.-C. D.) :** Iriez-vous même jusqu'à dire, c'est un peu l'impression que j'ai en vous écoutant, que tous ces principes constituent un peu une usine à gaz ? Ces principes et leur mise en œuvre décrits sur des dizaines de pages dans la documentation sociétaire annuelle...

**(G. G.) :** Ah oui, tout à fait ! Et puis il nous est apparu une chose depuis longtemps de toute façon. En aucun cas l'actionnariat individuel n'est impliqué dans la gestion de l'entreprise. Par exemple, l'inflation depuis un certain nombre d'années de tout ce qui concerne l'information environnementale et sociale, je vais être direct, ce n'est absolument pas le sujet de l'actionnaire individuel. Mais pas du tout ! C'est le problème de la direction et du management. A eux de respecter les normes environnementales et sociales. L'actionnaire s'en fiche en réalité.

**(J.-C. D.) :** Sauf si vous êtes un fonds d'investissement socialement responsable, un fond éthique...

**(G. G.) :** Alors là, oui... Mais je parle des investissements directs dans la société par un actionnaire individuel.

**(J.-C. D.) :** Donc, on retombe sur cette distinction cardinale entre les types d'actionnariat. Si vous êtes un fond des gestion d'actifs, c'est important.

**(G. G.) :** Oui, ce genre d'information est plus importante pour les investisseurs institutionnels, car ils doivent eux-mêmes mobiliser l'épargne de leurs clients dans des sociétés réputées appliquer tous ces principes associés à une éthique des affaires.

**(J.-C. D.) :** Question qui s'inscrit donc logiquement dans la suite de nos propos : pensez-vous que les actionnaires minoritaires que vous représentez et défendez consultent tous les ans les informations relatives à la gouvernance, et en particulier la déclaration de conformité au code AFEP – MEDEF ?

**(G. G.) :** A l'ANAF, nous sommes tous actionnaires individuels, en plus de l'association elle-même. Nous recevons donc tous ces documents tous les ans. Mises à part peut-être quelques exceptions, ma réponse est non : nous ne consultons pas systématiquement ces informations.

**(J.-C. D.) :** Mais pourquoi alors ? Le contenu n'est pas intéressant pour vous ?

**(G. G.) :** Les actionnaires individuels sont conscients qu'il existe une inflation réglementaire et juridique depuis des années, notamment en matière d'information sociétaire, dont ils ne perçoivent pas l'intérêt. Cela va jusque-là. L'abrégé de quelques dizaines de pages, avec des graphiques, tableaux et quelques textes de synthèse, que certaines sociétés diffusent avant l'assemblée, répond à ce qu'attendent des 90 % actionnaires individuels.

**(J.-C. D.) :** Comment peut-on expliquer que les investisseurs institutionnels externalisent auprès de prestataires des questions comme l'évaluation de la gouvernance ? Pourquoi ne parviennent-ils pas à se faire une religion par eux-mêmes sur les pratiques déclarées par les sociétés ? Nous ne sommes pas après tout sur des questions ultra-techniques, surtout avec la grande simplification qu'empporte la technique du *comply or explain* couplée à une présentation sous forme de tableau... Est-ce vraiment un manque de compétence, un manque de temps, ou plutôt un manque de volonté ? Approche plus polémique de la question : ne s'agit-il pas pour les gestionnaires d'actifs de montrer à leurs clients investisseurs et épargnants qu'en externalisant auprès de professionnels l'évaluation de la gouvernance des sociétés dans lesquelles ils investissent, ils se préoccupent correctement des fonds placés, ils accomplissent leur devoir fiduciaire de gestion diligente ? Un indice permet en effet de donner une certaine profondeur à cette dernière hypothèse : les clients des proxys sont essentiellement des gestionnaires d'actifs, et non des actionnaires individuels qui investissent et gèrent leur propre argent...

**(G. G.)** : Je partage un peu cette vision. Mais il y a vraisemblablement une autre raison : le temps. Ils n'ont pas forcément le temps de s'intéresser à ces questions de gouvernance, leur métier restant tout de même l'investissement financier. Et puis cette idée que les investisseurs professionnels pourraient souhaiter se couvrir en ayant recours à ces prestataires me paraît assez crédible ; il est difficile d'estimer le poids que représente cette interprétation des choses, mais cela participe sans aucun doute à l'explication du recours aux proxys. Sur ces proxys, en tout cas, l'observation que je tire sur plusieurs années de participation aux assemblées générales est que leur vote pèse sur certaines résolutions. C'est le cas depuis plusieurs années des projets d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription. J'ai connu une période où le résultat de ce genre de résolution était de type soviétique, avec 99 % de votes favorables. Aujourd'hui, ce type de résolution n'est parfois adopté qu'à 75%, voire un peu moins. Avoir 25 % de votes défavorables est un gros désaveu ; jamais nous ne voyions cela voici 20 ou 25 ans ! De la même façon, lorsqu'il s'agit d'évoquer la nomination d'un nouvel administrateur, parfois des résolutions passent haut la main, et d'autres en revanche sont très discutées, sans que l'on comprenne vraiment pourquoi.

**(J.-C. D.)** : Et bien vraisemblablement parce que vous avez un alignement des consignes de vote des proxys, sur lesquelles se calent les gérants institutionnels... Après, la question est de savoir pourquoi cette consigne de vote a été donnée, et donc pourquoi telle ou telle nomination d'un administrateur par exemple pose problème. Cela implique d'aller voir dans les grilles d'analyse des proxys...

**(G. G.)** : Absolument. Mais je crois que l'importance que ce type de prestataire peut prendre pose un problème. Cela me paraît disproportionné. J'estime qu'on va trop loin dans l'intermédiation politique lors des assemblées, et que cela nuit au dialogue avec les sociétés et à l'appréciation des résolutions en fonction des spécificités et intérêts propres à chaque entreprise.

**(J.-C. D.)** : J'aborde le second volet de cet entretien avec une question assez large : pensez-vous que le *comply or explain* est un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise ? Cette question fait un peu écho à une réflexion que nous avons glanée auprès du HCGE, dont le secrétaire général nous a dit : "Il y a la communication sur la gouvernance. Mais la gouvernance ce n'est pas de la communication". Que vous inspire cette phrase ?

**(G. G.)** : A mon avis, bien sûr que oui ! Aujourd'hui, tout est axé sur la communication. La dimension marketing est très importante dans tous les domaines, et pas spécifiquement dans ces questions de gouvernance. Cela déborde aussi sur d'autres sujets. Il est de bon ton par exemple dans les sociétés d'avoir aujourd'hui un comité des actionnaires individuels. Un certain nombre de nos membres y ont participé, mais cela n'a pas beaucoup d'intérêt, si ce n'est de mettre en avant les aspects positifs de l'entreprise, de sa gestion, de ses succès... Le responsable de l'actionnariat institutionnel ou individuel au sein des sociétés est avant tout un communicant. Nous le constatons très nettement, et parfois c'est tellement flagrant. Par exemple, dans une société qui avait une longue tradition de discussion avec les actionnaires, un de nos membres assistait à ce genre de comité d'actionnaires, où même le président de l'entreprise était présent. Au jour où cette société a entrepris de fusionner avec un autre acteur du marché, tous les membres de ce comité informel d'actionnaires ont été écartés. Ce comité fut dissout de fait, sans préavis ni explication. Cela montre que tout cela n'est que de la communication, car dès l'instant qu'apparaissent des difficultés, un contexte avec des enjeux réels qui pourraient être discutés, jugés par les actionnaires, alors il n'y a plus de dialogue ! Depuis 25 ans que je gravite dans ce milieu de l'actionnariat individuel des sociétés cotées, jamais je n'ai vu une société se rapprocher de ses actionnaires individuels dans des moments, si ce n'est difficiles, au moins stratégiques et importants. Lors de ces périodes, l'information descend à zéro. Donc, de manière à peine exagérée, je peux dire que ces questions d'information en matière de gouvernance, parce qu'elles ne portent que sur des choses qui sont censées démontrer que tout s'organise bien dans la société, ce n'est que de la communication.

**(J.-C. D.) :** Selon vous, les mauvaises performances économiques et financières des sociétés pourraient-elles influencer les déclarations de gouvernance ?

**(G. G.) :** Certains cas ont été caricaturaux, mais depuis des exemples comme Vivendi, j'ai davantage de mal à répondre. Je ne sais pas si cette motivation qui concourrait à compenser de mauvaises performances par l'information sur la gouvernance existe vraiment.

**(J.-C. D.) :** Il est vrai que l'hypothèse est certainement un peu fiable, car la communication en matière de gouvernance est assez linéaire. Quels que soient les résultats de l'entreprise, les informations transmises restent assez similaires d'années en années...

Autre question : le *comply or explain* est-il un mécanisme qui contribue à standardiser la gouvernance des grandes sociétés cotées ou au contraire qui permet à chaque société de s'émanciper d'un modèle de gouvernance prêt-à-porter ? C'est la question ici paradoxale du "*one size fits all*", que le *comply or explain* est censé éloigner, mais qu'il réalise en réalité. Le modèle de gouvernance stéréotypé, c'est celui du code, eu égard aux très forts taux de conformité à l'aune de l'ensemble des critères du code ! La technique déclarative de conformité aux bonnes pratiques n'aboutit-elle pas mécaniquement au conformisme ?

**(G. G.) :** Je serais assez circonspect sur cette question. Je pense que les sociétés peuvent effectivement se déclarer toutes conformes aux mêmes choses, ou en tout cas dans une large proportion, mais qu'il faut ensuite voir derrière ces déclarations quelle est la véritable culture d'entreprise de chaque société. Les deux choses peuvent être distinctes : ce qui est dit par rapport à des principes de gouvernance standards, et ce qui relève de la propre culture de gouvernance de chaque société. L'important aujourd'hui, c'est de dire et d'affirmer, beaucoup plus que de faire. Je pense très sincèrement qu'on se situe sur des politiques d'affichage avec toute cette information figurant dans les rapports annuels, et que cette politique doit être distinguée des actes de l'entreprise. Quand je vois tout le poids pris par les informations relatives à la gouvernance dans les rapports annuels, et depuis peu, par les rémunérations des mandataires sociaux, je pense qu'on est très largement dans l'affichage. Je ne fais pas de procès d'intention, mais nous sommes certainement très majoritairement dans de l'affichage.

**(J.-C. D.) :** Selon vous, les déclarations de conformité ou de non-conformité sont-elles susceptibles d'influencer les décisions d'investissement prises par les investisseurs sur les marchés financiers ? Faut-il distinguer selon le type d'investisseur ?

**(G. G.) :** Je ne sais pas s'il y a une différence entre les institutionnels et les individuels à ce titre, et je ne prétends pas parler au nom des deux. Mais s'agissant des actionnaires individuels, la réponse est clairement non. Ils ne tiennent pas compte de cette information pour arbitrer leurs positions de portefeuille. La chose qui peut influencer, cela peut-être par exemple un changement de président, qui peut bien sûr influencer sur la stratégie de l'entreprise. Mais sur des choses relatives au taux d'administrateurs indépendants, aux comités du conseil, ou aux critères de performance en matière de rémunérations par exemple, ma réponse est clairement non. A la limite, cela pourrait avoir un impact sur les positions des actionnaires individuels si des décisions en matière de gouvernance pouvaient traduire une volonté très nette, par exemple de la part d'un actionnaire de contrôle, de rompre l'intérêt commun des associés à son profit. Mais il faudrait que ces décisions soient très tranchées en ce sens, et comme vous le savez, même si vous êtes actionnaire principal, à partir du moment où la société a fait le choix d'être cotée, jamais vous n'afficherez ce genre de position. Quoi qu'il en soit, il y a des choses importantes et sérieuses dans la vie d'une entreprise, qui vont potentiellement impacter sa valeur et ses performances futures, et d'autres choses qui le sont moins, dont la communication sur la conformité à un code de gouvernance.



**Restitution d'entretien  
Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA)**

Mardi 12 avril 2017, 14h00 – 15h00  
Locaux de l'ANSA, Paris

Trois personnes présentes pour l'ANSA :

**M. Christian Schricke (C. S.)** : Délégué général de l'ANSA

**Mme Isabelle Trémeau (I. T.)** : Secrétaire générale de l'ANSA

**M. Régis Foy (R. F.)** : Juriste, Secrétaire du Comité juridique de l'ANSA

Deux personnes présentes pour le projet :

**M. Jean-Christophe Duhamel (J.-C. D.)** : IGR Lille 2

**M. Ammar Sharkatli (A. S.)** : Docteur en droit, Lille 2, professeur associé à l'EDHEC

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

**(J.-C. D.)** : Le rôle de l'ANSA est positionné nous semble-t-il sur une expertise véritablement juridique, au sens classique et dur du terme (droit des sociétés, droit des marchés, droit fiscal). Est-il possible qu'une expertise de l'ANSA intervienne également en matière de droit souple ? L'expertise juridique, s'agissant du droit souple, est-elle réellement envisageable, ou requière-t-il finalement une expertise s'appréciant bien davantage en termes de management des structures ?

**(C. S.)** : Vous avez raison de dire que l'expertise essentielle de l'ANSA est juridique (droit des sociétés, droit boursier, droit des titres en général). Cela étant, le droit souple est aussi du droit, et donc n'est pas totalement étranger à notre activité, même si ce droit n'a pas de force contraignante. L'ANSA n'est pas pour autant à l'origine des codes de gouvernement d'entreprise. Ce sont deux autres associations d'entreprises, l'AFEP et le MEDEF, qui en sont à l'origine. Il y a du reste d'autres codes de gouvernement d'entreprise en France, comme celui de MiddleNext, il y a aussi le code de l'AFG... Il n'y a donc pas de monopole en cette matière, la particularité de la situation française étant la coexistence de plusieurs codes, ce qui n'est pas le cas partout vu qu'il y a d'autres Etats en Europe où existe un travail conjoint de différentes parties prenantes représentant les investisseurs institutionnels, les émetteurs. Nous n'avons pas participé à l'élaboration de ces codes, mais nous sommes consultés par l'AFEP et le MEDEF lorsqu'ils révisent leur code, et pour commenter leur projet, faire des suggestions. Nous ne faisons pas davantage d'interprétation du code, cela n'est pas notre fonction, nous n'avons pas de rôle en particulier à jouer en ce domaine-là. Nous sommes bien entendu tenus au courant de l'évolution du code, notamment donc par consultation dans les phases de révision des codes.

**(J.-C. D.)** : Et les sociétés adhérentes à l'ANSA, parfois leur arrive-t-il de vous consulter sur des ambiguïtés, sur des pratiques qu'il faudrait mettre en œuvre. Je veux parler ici vraiment de relations éventuelles entre adhérents et associations qui les représentent, ou à tout le moins les accompagnent...

**(C. S.)** : Nous sommes souvent interrogés par nos adhérents mais davantage sur des obligations légales que pour donner une interprétation au code AFEP-MEDEF. Ils vont normalement s'adresser au HCGE, et ce n'est donc pas à nous de donner une interprétation officielle à ce code, et nous ne souhaitons du

reste pas nous livrer à cet exercice. Nous ne souhaitons pas empiéter sur ces organes qui ont toutes les qualités pour donner ces interprétations. Il arrive cependant que certaines des questions qui nous sont posées soient à cheval sur le droit dur et le droit mou, et donc que nous soyons conduits à livrer des positions qui viendraient puiser dans le code AFEP-MEDEF pour compléter une réponse.

**(R. F.)** : C'est arrivé quelquefois, mais c'est rare, parce que maintenant les émetteurs font bien la distinction entre le code AFEP-MEDEF, le Code de commerce, la réglementation boursière... Mais cela arrive parfois, rarement, qu'on nous demande ce que l'on pense des implications de telle ou telle recommandation. C'est arrivé dans le passé. Pour faire un petit rappel historique, peut-être pas directement lié à vos problématiques, il y a entre l'ANSA et le gouvernement d'entreprise quelques liens, dans la mesure où l'ancien délégué général de l'ANSA, Philippe Bissara, était le premier rédacteur du rapport Viénot, qui a lancé le sujet du gouvernement d'entreprise. Donc l'ANSA a ce lien historique avec les premiers temps de l'introduction du gouvernement d'entreprise en France. Mais c'est vrai qu'ensuite, le lot commun de l'ANSA, c'est le droit des sociétés au sens technique du terme. En outre, maintenant, de toute façon, il y a des organismes d'interprétation qui jouent les rôles actifs en matière de gouvernement d'entreprise.

**(J.-C. D.)** : Donc, vous considérez maintenant que tout le paysage institutionnel qui gravite autour de la gouvernance, avec ces rapports annuels, ces institutions qui émettent des recommandations, livrent des interprétations des recommandations existantes, est suffisant et que vous n'avez pas de rôle spécifique à jouer pour surajouter quelque chose en la matière.

**(R. F.)** : Il y a tout de même des points de rencontre, notamment sur l'interprétation de l'art. L. 225-37 du Code de commerce qui relève du droit dur. Les sociétés peuvent être amenées à nous demander notre avis sur l'interprétation des textes de droit dur renvoyant au droit souple...

**(A. S.)** : Ne regrettez-vous pas l'estampille AFEP-MEDEF attachée au code de gouvernement d'entreprise, comme le semble un peu le faire l'AMF qui note cette singularité en Europe. Ne faudrait-il pas un code issu d'une instance totalement paritaire, mettant autour de la table toutes les parties prenantes de l'entreprise, et aboutissant à un Code français de gouvernement d'entreprise ?

**(C. S.)** : Oui c'est une idée intéressante. Cela étant, ce n'est pas à nous de dire ce qu'il faut faire ou pas faire en la matière. Il y a une situation de fait qui existe, avec des codes déjà en place. Mais le processus d'élaboration des codes intègre aujourd'hui un dialogue avec les différentes parties prenantes pour tenir compte de leurs observations dans l'élaboration des recommandations. C'est vrai que cela n'est pas la même chose que les processus qui peuvent exister en Italie ou ailleurs, où institutionnellement d'autres parties prenantes que les représentants des entreprises participent à l'élaboration ou à l'évolution du code. En sens inverse, diverses personnes, et notamment des représentants des gérants d'actifs, considèrent qu'il est parfaitement légitime que les entreprises aient leur propre code ; ces mêmes représentants des gérants d'actifs éditent en parallèle leurs propres recommandations qui reflètent leur propre vision des choses, posant des principes qui peuvent s'écarter sur certains points des recommandations du code AFEP-MEDEF. On peut avoir plusieurs visions des choses qu'il n'y a pas lieu d'opposer les unes aux autres.

**(A. S.)** : L'ANSA pourrait vraisemblablement être considérée comme une "organisation représentative des entreprises", au sens du Code de commerce (L. 225-37). Pourquoi alors n'a-t-elle jamais émis son propre code qui pourrait servir d'appui au *comply or explain* ? N'en avez-vous jamais eu la tentation ?

**(C. S.)** : Non. Déjà, il y a un recoupement assez large entre nos propres adhérents et les adhérents de l'AFEP, ce qui implique qu'on peut difficilement instaurer une sorte de concurrence de recommandations sur un sujet comme celui-là. L'AFEP et le MEDEF ont élaboré ce code. Ils nous consultent dans le processus d'élaboration. Nous n'éprouvons pas le besoin de faire bande à part si je

puis dire, et donc d'élaborer notre propre code, ce qui se heurterait à des objections assez nettes de nos partenaires. Nous ne sommes pas en concurrence avec ces organisations.

**(A. S.)** : Et avez-vous en l'état actuel des critiques à émettre par rapport à certaines dispositions de ce code ?

**(J.-C. D.)** : Ou est-ce que vos adhérents vous font remonter des critiques sur certaines recommandations ?

**(C. S.)** : Toutes les entreprises ne sont pas d'accord avec toutes les positions du code. Les adhérents de l'ANSA ou de l'AFEP-MEDEF ont des sensibilités différentes, il y a des sujets sur lesquels ils ont des avis différents. Le code AFEP-MEDEF réalise une sorte de convergence sur des sujets relativement consensuels mais cela ne veut pas dire que toutes les entreprises sont d'accord avec chaque phrase du code AFEP-MEDEF.

**(J.-C. D.)** : Et y a-t-il des sujets en particulier, des recommandations en particulier qui pourraient témoigner de ces divergences de vues... ?

**(I. T.)** : Le fait que les sociétés ne soient pas toutes d'accord résulte également du fait de l'ouverture des consultations auprès des investisseurs, la consultation de différentes parties prenantes, l'aspect également politique avec des exigences des pouvoirs publics qu'il a fallu intégrer dans la rédaction du code. Donc on arrive de ce fait à quelque chose d'à peu près consensuel pour l'ensemble des parties prenantes mais qui sur différents points peut ne pas convenir. Par exemple, une des recommandations qui avait soulevé beaucoup de difficultés était celle relative à la rupture du contrat de travail pour les dirigeants mandataires sociaux. Cela remettait en cause des pratiques parfois traditionnelles de certaines sociétés, et l'AMF a d'ailleurs admis que l'argument avancé dans le cadre du *comply or explain* tenant à l'ancienneté du salarié qui allait devenir dirigeant pouvait être invoqué pour écarter cette recommandation. C'est sans doute un des exemples sur lequel il y avait le plus de tension, car cette recommandation pouvait être divergente avec les pratiques précédentes des sociétés.

**(J.-C. D.)** : De toute façon lorsqu'on prend un peu de recul sur la déclaration de gouvernance, au titre des recommandations de gouvernance qui ne sont pas le plus fréquemment appliquées, vous avez effectivement ces considérations liées à la question du cumul du contrat de travail et du mandat social, ou encore le critère de 12 ans servant à disqualifier l'administrateur du champ de l'indépendance. On sent effectivement que là, il y a de la part d'un certain nombre d'émetteurs une perception différente des choses par rapport à celle du code.

**(I. T.)** : Une autre recommandation parfois mal perçue, qui a du reste disparu de la version actuelle du code, était également celle qui consistait à imposer aux dirigeants qui bénéficiaient d'actions gratuites d'acquérir des actions sur le marché au moment de l'attribution effective de ces actions gratuites. La recommandation avait été introduite parce que les attributions gratuites aux dirigeants mandataires sociaux étaient particulièrement contestées, et le fait de recommander d'imposer l'acquisition d'un certain volume d'actions était perçu comme une sorte de contrepartie. On voit bien que pour certaines recommandations existe un jeu entre différents intérêts représentés et conflictuels.

**(J.-C. D.)** : D'ailleurs pour anticiper peut-être sur le second volet de l'entretien nous avons effectivement cette impression parfois de trouver des recommandations assez conjoncturelles, en tout cas politiquement conjoncturelles, au sein du code AFEP-MEDEF. Nous avons aussi parfois la sensation que l'AFEP-MEDEF souhaite anticiper l'adoption d'une loi dure en promouvant une recommandation. C'était vrai pour le *Say on Pay* où on a anticipé ce qui fatalement devait arriver en décembre dernier. Il s'agit à chaque fois de réactions des rédacteurs du code à certaines crispations de l'opinion publique,

donc du politique... Avez-vous le même sentiment ? Les forces créatrices de la gouvernance seraient donc aussi l'opinion publique et la sphère politique ?

**(C. S.)** : Si vous voulez il y a eu plusieurs temps dans ce processus. A l'origine, en 1995, avec les premières recommandations, les grandes entreprises cotées, dans la mouvance de ce qui se passait de l'autre côté de la Manche, ont estimé qu'il était opportun de se doter de principes de même type d'inspiration, mais adaptés à la situation spécifique des entreprises françaises. Pendant une dizaine d'années, jusqu'en 2005 environ, ceci est un processus demeuré largement en dehors de la préoccupation des pouvoirs publics. Et puis, depuis une dizaine d'années, malheureusement, les pouvoirs publics regardent cela non pas de leur propre chef mais en réaction à ce que vous appelez l'opinion publique et que moi j'appelle la pression médiatique, ce qui n'est pas tout à fait la même chose.... Ces médias épinglent telle ou telle affaire, tel ou tel scandale qui défraie la chronique, ce qui conduit les gouvernements à s'intéresser au sujet. Et très clairement depuis un peu moins de 10 ans, les pouvoirs publics disent aux entreprises cotées : écoutez, si vous ne faites pas le ménage chez vous, c'est nous qui allons le faire. Donc en effet les codes ont intégré cette dimension là et ont cherché à éviter l'intervention du législateur sachant que bien souvent lorsque le législateur est intervenu sur ce sujet, on peut dire que la situation est devenue extrêmement compliquée, pour cette raison qu'il légifère malheureusement le plus fréquemment sous le coup de l'émotion. Il légifère sans être bien au fait des différences de situation et comme c'est du droit dur, il ne peut pas intégrer la dimension *comply or explain*. Or cette dernière est bel et bien au cœur de la souplesse de la *soft law*. Chaque entreprise peut avoir des spécificités qui permettent de justifier d'écarter des recommandations, lesquelles sont un corps de règles généralement adaptées à la situation des sociétés cotées françaises mais qui, pour telle ou telle raison, peuvent ne pas être adaptées à la situation de l'entreprise à un certain moment de son histoire, mais qui peut aussi le devenir plus tard. Le *comply or explain* a justement l'avantage d'intégrer un élément de souplesse qui doit permettre aux entreprises de dire : j'écarte, mais j'explique pourquoi, eu égard à mes spécificités. Cette approche n'est évidemment pas possible dans une loi et c'est la raison pour laquelle les entreprises ont cherché justement à prendre les devants et à éviter qu'on ne vienne légiférer sur cette affaire. La loi Sapin 2 est du reste un des plus mauvais exemples de ce genre de loi improvisée dans l'urgence et extrêmement mal rédigée. D'ailleurs nous avons déjà passé beaucoup de temps à essayer de livrer une interprétation raisonnable du texte légal et d'essayer de comprendre cette loi mal rédigée.

**(J.-C. D.)** : De l'entretien avec le HCGE en particulier, est ressortie cette opinion assez nette que l'origine de la gouvernance d'entreprise devait être trouvée dans l'impérieuse confiance qu'il s'agissait d'instaurer auprès des investisseurs, notamment anglo-saxons, qui se mettaient à pénétrer les marchés financiers français à partir des années 1990 ; mais avec la première moitié des années 2000, il apparaît que la gouvernance devient davantage motivée par des facteurs politiques liés à la crispation de l'opinion publique. Si bien que l'objectif de la gouvernance d'entreprise aurait changé avec le temps : confiance de la part des marchés dans un premier temps, confiance de la part de l'opinion dans un second temps... Que pensez-vous de cette vision des choses ? Validez-vous cette chronologie ?

**(C. S.)** : Oui, mais je pense qu'on ne peut pour autant opposer ces objectifs. Les objectifs se superposent en réalité, c'est-à-dire que la raison d'origine de la gouvernance existe toujours. Il y a toujours des investisseurs qui ont besoin de confiance, et des sociétés qui ont besoin de montrer qu'elles respectent les standards en matière de gouvernance et de justifier les spécificités qui les amèneraient parfois à ne pas en appliquer certains. Et la grande difficulté d'ailleurs en général est d'arriver à faire comprendre aux investisseurs, nourris de leur propre connaissance, un environnement qui peut être parfois très différent ; je pense par exemple à l'environnement américain ou à l'environnement britannique. La particularité française est d'avoir une classe politique qui, sur des sujets très sensibles dans l'opinion et sur le sujet en particulier de la rémunération des dirigeants, intervient très rapidement. Aujourd'hui, la partie du code consacrée à cette question des rémunérations est

démessurément gonflée alors qu'on n'a pas vraiment énormément changé les autres parties du code, lesquelles restent fondamentalement les mêmes avec seulement quelques modifications à la marge.

**(I. T.)** : On ne peut pas dire effectivement que les questions de gouvernance sont orientées exclusivement en fonction de l'aspect médiatique ou de l'opinion publique. Il suffit de voir les politiques de vote mises en œuvre par les *proxys* : on retrouve bien ces questions relatives à l'indépendance des administrateurs et les questions de pure gouvernance. On a toujours ce mouvement qui avait à l'origine motivé le développement de la gouvernance, et on ne peut pas dire qu'il a été remplacé par l'opinion publique en tant que source unique de la gouvernance.

**(C. S.)** : Cela se superpose et l'objectif médiatico-politique n'intéresse qu'une partie du sujet de la gouvernance, en réalité celle relative aux rémunérations.

**(J.-C. D.)** : Pour rebondir sur cette question de la souplesse qu'offre le *comply or explain* par rapport à une gouvernance stricte, et donc sur cette possibilité de déroger tout en s'expliquant, j'aurais une question spécifique : ne pensez-vous pas que le mécanisme du *comply or explain* contribuerait à standardiser la gouvernance des grandes sociétés cotées, plutôt qu'il ne permettrait à chaque société de s'émanciper d'un modèle de gouvernance prêt-à-porter ? C'est la question ici paradoxale du "*one size fits all*", que le *comply or explain* est censé éloigner, mais qu'il réalise en réalité. Le modèle de gouvernance stéréotypé, c'est celui du code, eu égard aux très forts taux de conformité à l'aune de l'ensemble des critères du code ! La technique déclarative de conformité aux bonnes pratiques n'aboutit-elle pas mécaniquement au conformisme ?

**(C. S.)** : Il n'y a pas de paradoxe du tout je pense. Il faut placer cela avant tout dans le temps, car la gouvernance est un processus évolutif. En 1995, à l'époque du premier rapport Viénot, on parlait de zéro, en tout cas en France, en termes de bonnes pratiques consensuelles à l'échelle internationale. Donc il aurait été hors de question de prétendre imposer un ensemble de recommandations à des sociétés cotées. Le processus, lorsqu'il a été lancé, ne déclenchait pas l'enthousiasme de beaucoup de dirigeants de sociétés cotées qui n'étaient pas vraiment convaincus que tout cela était bien nécessaire. Il importait alors véritablement d'acculturer les sociétés françaises à ces principes au moyen d'un outil souple, qui permettait de ne pas déclencher une sorte de réaction de rejet mais au contraire une adhésion progressive aux recommandations du code. Imaginez que l'on soit dans une situation où la moitié des sociétés décideraient de ne pas appliquer le code de gouvernement d'entreprise. Tout le monde dirait : c'est un échec du code, cela veut dire que le patronat n'arrive pas à faire le ménage chez lui. C'est très souvent comme cela d'ailleurs que les choses peuvent être présentées dans la presse, mais il ne s'agit pas en réalité de savoir si l'AFEP-MEDEF parvient à jouer un rôle de police, il s'agit de savoir s'il y a une convergence des pratiques, et je pense que le fait qu'il y ait des taux de conformité qui aujourd'hui sont extrêmement élevés démontre que la démarche qui a été suivie a été un succès, et que le *comply or explain* a joué un rôle dans ce succès puisqu'il a permis progressivement aux sociétés qui étaient les plus éloignées des standards proposés de s'en rapprocher progressivement et de s'y rallier sous la pression en partie de l'AFEP et du MEDEF, et surtout sous la pression des investisseurs institutionnels. Parce que bien entendu ce sont les investisseurs institutionnels qui progressivement conduisent les sociétés cotées à actionnariat diversifié à se rapprocher de standards plus ou moins internationaux. Par exemple le critère de 12 ans pour l'indépendance des administrateurs, un peu arbitraire, est devenu une sorte de standard international un peu par la force des choses. Donc je pense que le *comply or explain* est un élément qui a historiquement favorisé la convergence progressive, et qui en même temps a permis de ne pas prendre les recommandations pour des articles de foi. Par exemple, sur ce critère de 12 ans, il s'agit d'un élément objectif, mais qui doit être tenu uniquement pour un indice d'indépendance d'esprit, qui seule compte lorsqu'on parle d'administrateur indépendant. On peut tout à fait considérer que malgré une durée de mandat longue, certains administrateurs demeurent indépendants : le volet *explain* du *comply or explain* permet d'expliquer et de justifier pourquoi.

**(I. T.)** : Les taux de conformité élevés attestent d'une appréhension à la fois exacte et sérieuse du principe, lequel ne permet pas d'écarter une recommandation simplement parce qu'on la juge inadaptée. Si la société écarte une règle parce qu'elle est en désaccord avec le principe de fond de la recommandation, elle ne peut le faire qu'avec une justification qui peut être jugée pertinente. Le *comply or explain* n'autorise pas un choix non justifié ou insuffisamment justifié. Du coup, les écarts deviennent assez rares, sauf pour la société à produire des pratiques qui pourraient objectivement être jugées comme équivalentes en termes de bonne gouvernance et donc substituables.

**(C. S.)** : D'ailleurs l'AMF a joué un rôle sur ce registre en étant de plus en plus exigeante sur le type d'explications fournies en cas de déviation. Si l'on regarde la situation d'origine, il y a à peu près une quinzaine d'années, on observe qu'il y avait des situations qui effectivement n'étaient pas très bien expliquées ou justifiées, voire des écarts au code qui n'étaient pas du tout justifiés. Cette situation est devenue aujourd'hui tout à fait exceptionnelle.

**(R. F.)** : L'AMF a d'ailleurs insisté dans ce sens, pour que les explications soient justifiées, développées, plus claires, donc indirectement cela a joué sur le fait que l'immense majorité des émetteurs préfèrent finalement appliquer la ligne générale du code.

**(J.-C. D.)** : Le *comply or explain* est-il un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise ? Laisse-t-il des marges pour la promotion, la mise en avant des valeurs éthiques de l'entreprise ? Ou s'agit-il d'un exercice existentialiste de vérité absolue ?

**(C. S.)** : Je ne pense pas que l'on puisse dire qu'il s'agit d'un outil de promotion des valeurs de l'entreprise. Il y a des entreprises qui en effet mettent en avant des valeurs distinctives. Beaucoup de ces valeurs sont des valeurs qui sont communes à la plupart des grandes entreprises mais, parfois, certaines entreprises accordent une priorité à des standards de type RSE, de type environnementaux, etc. Le *comply or explain* ne joue aucun rôle là-dedans. Je ne dis pas qu'à l'occasion on ne puisse pas l'utiliser pour justifier ceci ou cela, mais ce n'est pas du tout à mon sens un instrument de promotion de telle ou telle valeur ou principe d'action d'une société. Les sociétés utilisent d'autres outils de communication, mais pas le *comply or explain*.

**(J.-C. D.)** : N'est-il pas regrettable que le contrôle de la qualité de la communication en matière de gouvernance d'entreprise prenne le pas sur celui de la réalité, de la véracité des pratiques de gouvernance déclarées par les sociétés ? On a l'impression finalement que la société est en situation d'autocontrôle, via le conseil d'administration, des informations relatives à la gouvernance. Ne faudrait-il pas instaurer un contrôle un peu plus objectif sur ces informations relatives à la gouvernance ?

**(C. S.)** : D'abord je vous rappelle que pour les sociétés cotées, toutes les informations qu'elles publient doivent être sincères, exactes et non trompeuses. Donc elles n'ont pas le droit de ne pas dire la vérité. Elles ne sont pas obligées de dire toute la vérité, mais elles ne peuvent pas donner des informations fausses. C'est un principe fort et l'AMF est là pour contrôler son application. Bien entendu, l'AMF n'a pas un contrôleur à demeure dans chaque entreprise pour vérifier si ce qui est dit sur X ou Y est vrai. Mais de toute façon il n'est pas de l'intérêt des sociétés de mentir. C'est une question de crédibilité. Pour une société cotée, il est absolument indispensable d'avoir une crédibilité vis-à-vis des actionnaires, des investisseurs, du marché. Le principe reste donc qu'elle dit la vérité. Pas forcément toute la vérité, mais ce qu'elles disent, c'est la vérité !

Ensuite, il y a une partie des informations qui peuvent être données qui sont des informations de pur fait, comme par exemple la composition du conseil d'administration, les CV des membres, le nombre de réunions du conseil, des comités, etc. Cela est très facile à vérifier même pour quelqu'un d'extérieur. Vous pouvez d'ailleurs être sûr que si la société disait qu'il y a eu dix réunions du comité d'audit alors

qu'il y en a eu trois, les commissaires aux comptes qui savent très bien combien il y a eu de réunions diraient qu'il existe une irrégularité dans la déclaration à ce niveau-là... Il ne faut donc pas négliger le fait qu'il existe déjà des contrôles internes, même si ce n'est pas leur principal rôle de vérifier cette information. Après, vous avez des éléments d'ordre qualitatif, comme par exemple l'appréciation de l'indépendance des administrateurs. C'est un exercice qui n'est pas une science exacte, et d'ailleurs en principe ce sont les conseils qui portent une appréciation sur le caractère indépendant de leurs membres avec des éléments d'explication qui sont fournis, et de plus en plus même si on compare avec la situation qui prévalait voici 15 ans. Après, on n'est pas obligé de croire les conseils, il y a même des gens qui parfois ne les croient pas. Des représentants d'investisseurs ne se gênent pas parfois pour dire qu'ils ne sont pas d'accord pour considérer que M. X ou Mme Y est indépendant pour telle ou telle raison. C'est leur droit. Ils ont le droit de penser ce qu'ils veulent. Et l'on ne peut pas dire pour autant que c'est vrai ou que c'est faux. Cela dépend d'un jugement personnel du destinataire de l'information. Donc, sur ces informations de type qualitatif, que voulez-vous contrôler ? Il n'y a rien à contrôler, ce n'est pas contrôlable. C'est une appréciation qui est portée, on ne va pas mettre un contrôleur sur ce type d'information. Ce sont des informations qui n'ont pas besoin d'être contrôlées, parce que ce sont soit des informations de fait qui sont aisément vérifiables, soit des questions d'appréciation qui ne se prêtent pas à proprement parler à un contrôle. Et d'ailleurs, vous trouverez parfois des règles qui ne sont pas toujours suffisamment précises pour qu'on puisse apprécier si elles sont strictement respectées... Parfois, c'est formulé en termes généraux...

**(J.-C. D.)** : Oui, tout à fait, comme des considérations d'équilibre dans la rémunération....

**(R. F.)** : En parlant de rémunération et de contrôle, je pense que le commissaire aux comptes opère un contrôle sur ce sujet des rémunérations au sens large puisque si on prend par exemple les stock-options, vous avez l'obligation pour les commissaires aux comptes d'émettre un rapport spécial. Pour les retraites chapeau également, car il y a une implication comptable pour la société et donc un contrôle de la cohérence des chiffres par le commissaire aux comptes. Ces renseignements font aussi partie du rapport de gestion, et sont des éléments soumis au contrôle de sincérité des comptes... Il peut certes y avoir des failles, comme dans tout contrôle, mais l'on ne peut pas dire qu'il n'y a pas de contrôle sur ces éléments.

**(A. S.)** : Si ce n'est la déclaration de conformité, au moins s'agissant des informations relatives à la gouvernance, s'agit-il là d'informations plutôt attendues par les investisseurs ? D'autre part, l'information relative à la gouvernance est-elle selon vous déterminante dans la décision d'investissement des investisseurs ?

**(C. S.)** : Je pense qu'il s'agit d'informations attendues de la part de la plupart des investisseurs institutionnels, beaucoup moins par les actionnaires individuels.

**(J.-C. D.)** : Comment l'expliquez-vous d'ailleurs ?

**(C. S.)** : Je pense que les actionnaires individuels, pour la plupart, ce qui leur importe, ce sont les performances financières des actions, en tout cas beaucoup plus que la gouvernance de la société.

**(J.-C. D.)** : Et pas les institutionnels ? Il y aurait moins d'intérêt pour la performance des investissements ? Je trouve cela étonnant.

**(C. S.)** : Ils accordent plus d'importance relative, en général, par rapport aux actionnaires individuels, à ces questions de gouvernance, aussi parce que de leur point de vue, cette question participe de la performance. Mais encore faut-il distinguer aussi en fonction des catégories d'investisseurs institutionnels. Chacun va avoir des priorités et des règles de gestion différentes, comme par exemple les fonds ISR, qui regardent particulièrement les performances extra-financières. Mais globalement,

même ceux qui n'affichent pas nécessairement un attachement particulier aux principes ISR, vont regarder les sujets de gouvernance comme des éléments qui contribuent à la performance de la société. Ils vont considérer que les informations sur la gouvernance de la société, la composition du conseil, la compétence des membres du conseil, leur indépendance par rapport au management, sont des éléments pertinents pour considérer toutes choses égales par ailleurs, et elles ne sont jamais égales par ailleurs, que c'est un élément positif ou d'ailleurs négatif par rapport à un autre. En réalité, tout ceci est sectoriel : finance, assurance, chimie, pharmacie, on compare les gouvernances des concurrents sur des secteurs d'activité comparables, et on pourra considérer qu'une gouvernance peut faire la différence dans une décision d'investissement. Mais ce n'est pas forcément déterminant pour autant. Ce qui est sûr, c'est que ce critère a beaucoup progressé en 20 ans. Aujourd'hui cela joue un rôle beaucoup plus important qu'il y a 20 ans dans la décision d'investissement ou de désinvestissement, mais ce n'est jamais bien entendu la seule considération.

**(J.-C. D.)** : Donc, le risque réputationnel, notamment au travers du *Name and shame*, existe vraiment. Les sociétés craignent vraiment d'être stigmatisées dans leur gouvernance parce qu'elles savent que les investisseurs attendent cette information, en tireront des jugements...

**(C. S.)** : Les sociétés cotées, oui, tiennent à leur réputation, et la gouvernance est un élément de leur réputation. Ce n'est pas le seul élément de réputation... Une société qui présente des performances exceptionnelles, même si sa gouvernance est critiquable, trouvera toujours des investisseurs pour venir investir chez elle... Les Facebook ou Apple ne sont pas des modèles de gouvernance, mais beaucoup de gens vont mettre de l'argent chez eux... Il ne faut jamais oublier cela.

**(R. F.)** : Et il n'y a jamais eu de démonstration scientifique du lien entre la gouvernance et les performances. Si l'on remonte à l'origine du mouvement de la gouvernance d'entreprise, il ne faut pas oublier qu'il s'agissait aussi d'un moyen de couvrir la responsabilité des administrateurs d'une part, et ensuite, des gestionnaires de fonds, notamment des fonds de retraite. Cela servait à montrer le sérieux de la gestion d'actifs financiers, d'apporter la preuve d'un investissement sérieux, dans des sociétés qui appliquaient ces principes de gouvernance, avec une direction exécutive bien contrôlée. Pour un gestionnaire, c'est aussi un élément pour montrer à ses clients que lui aussi a été diligent, qu'il utilise les moyens qu'il a à sa disposition pour investir dans des sociétés qui affichent une gouvernance en phase avec les meilleures pratiques.

**(J.-C. D.)** : Dernière question, je vous demanderais de vous positionner par rapport aux justifications qui feraient du *comply or explain* un bon dispositif ? Parmi les justifications suivantes, lesquelles vous semblent les plus décisives : il laisse les sociétés libres en matière de choix de gouvernance ; il fournit une information fiable ; il évite l'instauration de règles strictes et obligatoires en matière de gouvernance ; il permet de mettre en valeur les choix de gouvernance spécifiques retenus par la société...

**(C. S.)** : Je dirais qu'aucune ne me paraît devoir surpasser les autres... Mais je dirais tout de même que cela permet d'éviter une réglementation uniforme, en permettant à chaque société de s'écarter ponctuellement des bonnes pratiques décrites dans le code. Le *comply or explain* permet d'éviter d'avoir une réglementation uniforme qui n'est pas adaptée à des sujets de cette nature et à la diversité des situations, et où il y aura toujours des sujets, des situations qui justifieraient raisonnablement de s'écarter de standards de comportement généralement considérés comme les meilleurs. Je pense que ce sont là les qualités les plus importantes du *comply or explain*.

**(J.-C. D.)** : Et à l'inverse, pourquoi alors le *comply or explain* serait-il un mauvais dispositif ? C'est le pendant de la question précédente : contrôle insuffisant de la fiabilité du contenu de l'information (conformité et explications) ; pratiques de gouvernance "prêt-à-porter" qu'il génère ; faible nombre de lecteurs des déclarations ; faible qualité des explications fournies en cas de non-conformité...



**(C. S.)** : Ce n'est pas le principe lui-même qui est problématique mais c'est la façon dont il peut être appliqué. Il faut fournir une explication en cas d'écart mais encore faut-il que les explications soient pertinentes, et pertinentes pour des personnes qui sont extérieures à la société. Pour certains sujets, ce n'est pas facile. La faiblesse du *comply or explain*, c'est finalement lorsque la qualité de l'explication n'est pas à la hauteur de l'écart à la recommandation, et je dis bien à la hauteur de l'écart. Parce qu'on peut tout à fait s'écarter de recommandations tout à fait secondaires et cela n'a pas beaucoup d'importance. Mais si on s'écarte sur un point important, à ce moment-là, il faut vraiment avoir une justification convaincante et pertinente. Donc on ne peut pas avoir la même exigence d'explication pour tous les écarts vis-à-vis des recommandations. Et sur cette dimension, la pression extérieure va jouer un rôle. C'est pour cela que fut mis sur pied le HCGE, car préalablement, la pression s'exerçait par l'AMF, solution pas vraiment appréciée par les entreprises en général, ou alors une pression qui pouvait s'exercer par les médias, par le gouvernement.... Donc, le HCGE a été mis sur pied pour assurer un suivi et une forme de pression des pairs sur les entreprises cotées. Il y a des pays où l'on ne croit pas du tout à cette façon d'agir. Par exemple, en Allemagne, la commission de gouvernement d'entreprise considère qu'il ne lui appartient pas d'assurer un suivi, un contrôle de l'application des recommandations de gouvernement d'entreprise. Elle considère qu'il existe des officines, des instituts spécialisés dans ce rôle qu'il ne lui revient donc pas d'assumer. Leur point de vue est de dire qu'ils n'ont pas à faire la police, ce qui n'est pas exactement celui du patronat français. Ce n'est pas dire que le patronat français souhaite faire la police, mais pour la crédibilité du code lui-même, il est soucieux de s'assurer que les entreprises montrent leur attachement au respect de la plupart des recommandations, et qu'elles acceptent de présenter des motifs valables et pertinents lorsqu'elles décident de s'en écarter. Ce n'est pas de la police, il n'y a aucune idée de répression. Au demeurant, l'AMF avait eu, la première année de parution du rapport du HCGE, une appréciation tout à fait positive de ce rôle.

**(J.-C. D.)** : Et cette différence d'approche des auteurs du code, vous l'expliquez par des cultures capitalistiques différentes, et notamment un taux de pénétration des investisseurs institutionnels différent en Allemagne si on le compare à celui de la France ?

**(C. S.)** : Je pense que c'est un ensemble de facteurs. Je pense qu'en effet cela peut s'expliquer par ce taux de pénétration des investisseurs institutionnels dans l'actionnariat des sociétés. S'il est plus faible, on peut imaginer à ce moment-là qu'on accorde moins d'importance à ce sujet de la conformité au code de gouvernance. Mais il n'y a jamais d'automatisme. Je vais prendre l'exemple de L'Oréal. C'est une société contrôlée par deux actionnaires de contrôle ; cette société pourrait très bien s'asseoir sur tous les principes du code, elle serait pour autant garantie d'avoir une majorité même dans les assemblées générales extraordinaires. Et bien pourtant L'Oréal fait beaucoup d'efforts en matière de gouvernance, ce qui montre bien qu'il n'y a jamais de déterminant exclusif. A l'inverse, vous pourriez avoir des sociétés qui connaissent un actionnariat très dispersé, et qui auraient une très mauvaise gouvernance ; généralement, une telle configuration ne dure pas, sauf si elles ont des performances financières exceptionnelles. Encore une fois, on retombe là-dessus : lorsque vous avez des performances financières exceptionnelles, il y a toujours des gens qui vont investir dans la société même si sa gouvernance est horrible, si le président est beaucoup trop payé, s'il n'y a pas de contrôle indépendant de la part du conseil, que sais-je encore...

**(J.-C. D.)** : D'ailleurs, des auteurs britanniques avaient pu révéler l'existence d'un principe "*comply or perform*"...

**(A. S.)** : Parfois, on observe une intervention du HCGE auprès des sociétés, comme dans l'affaire Alcatel – Lucent. La rémunération de son dirigeant, qui avait choqué, avait été revue à la baisse à hauteur de 50% suite à l'intervention discrète du HCGE... Intervenez-vous également dans ce genre d'affaires pour donner des conseils par exemple à vos adhérents... ?

**(C. S.)** : Nous ne sommes absolument pas impliqués dans ce genre de démarches et nous ne souhaitons pas l'être de toute façon. Justement, l'efficacité du HCGE dépend pour une large part du fait qu'il communique de manière confidentielle avec les organes de direction des entreprises. Mais ceci étant, il n'obtient pas systématiquement satisfaction...

**(R. F.)** : Le HCGE présente aussi l'intérêt de fournir l'interprétation de nombreuses recommandations du code. Il rend service aux sociétés lorsqu'elles hésitent sur l'interprétation de certaines recommandations du code. Dans son rapport annuel, le HCGE livre un ensemble d'interprétations utiles. Un bon exemple de la valeur du volet *explain* est celui d'Essilor, qui a expliqué pourquoi elle n'appliquait pas la recommandation relative à la cessation du contrat de travail corrélative à l'exercice d'un mandat social. La société a expliqué qu'il y avait chez elle une tradition séculaire, où le président était issu du management salarié et qu'il n'avait pas par ailleurs de parachute doré. Et donc dans ces conditions, il s'agissait d'œuvrer à la promotion interne en suspendant les contrats de travail mais non en les rompant. Ces explications étaient extrêmement satisfaisantes pour tout le monde, et en même temps cela affiche une certaine valeur de l'entreprise.

**(C. S.)** : Et l'AMF a d'ailleurs tout à fait accepté ce genre de justifications...

**(I. T.)** : C'est là que l'on voit que le *comply or explain* a permis une convergence des pratiques décrites par les recommandations. Cela permet d'aller au-delà de la loi, et de réaliser des pratiques qui, si elles étaient rendues obligatoires par le droit dur, ne paraîtraient pas justifiées dans tous les cas, ou en tout cas trop strictes.... Le principe *comply or explain* permet de les mettre en œuvre. C'est un moyen efficace pour aller au-delà de la loi vers une convergence des pratiques, vous avez vous-même relevé le fort taux de conformité des sociétés...

**(C. S.)** : Le *comply or explain* favorise des codes de gouvernement d'entreprise exigeants, qui promeuvent des bonnes pratiques sans les imposer. A défaut d'offrir cette liberté, le standard resterait de niveau très général. La loi dispose de manière générale, et s'applique de manière indifférenciée dans chaque catégorie juridique. Or, précisément, dans la catégorie des sociétés cotées sur un marché réglementé, coexistent des entreprises dont la taille est totalement différente, avec des moyens et des besoins en termes de gouvernance totalement étrangers les uns aux autres... On ne peut pas leur appliquer les mêmes standards, cela serait ingérable et non pertinent. Le *comply or explain* permet donc de pousser la mise en œuvre des bonnes pratiques, mais de manière souple et progressive, sans contrainte qui provoquerait un rejet à coup sûr. C'est la grande force de ce principe qui fut inventé par les britanniques.

**(R. F.)** : Et avec un droit qui pourtant était fort différent du droit français. La loi de 1966 était déjà très contraignante sur beaucoup de points par rapport au droit britannique. A l'origine, au Royaume-Uni, les conseils étaient surtout composés des barons de groupes, et la nécessité de promouvoir l'indépendance du conseil par rapport au management était très forte.

**(C. S.)** : Car les conseils étaient très largement composés en réalité de dirigeants. Situation complètement différente des sociétés françaises. En France, il y avait peu de dirigeants exécutifs de la société, mais une pratique répandue d'administrateurs croisés... En Allemagne, la situation était également différente, avec une place importante des banques dans les conseils de surveillance, et une philosophie de la cogestion avec les salariés. Donc, chaque pays présentait des situations différentes, ce qui explique que pour faire progresser leur gouvernance, ils aient eu recours à des codes différents, même s'il est logique qu'ils se sont entendus autour des grands principes d'indépendance et de transparence.

**(R. F.)** : Et les gros investisseurs sont les mêmes partout, ce qui explique tout de même une tendance au consensus sur des grands principes de gouvernance généraux et incontournables.

**(J.-C. D.)** : Là encore n'y a-t-il pas un paradoxe ? Au moment où la commission Winter s'était réunie, au début des années 2000, et que se posait la question de savoir s'il fallait ou non adopter un code européen de gouvernement d'entreprise, la conclusion fut assez nette : non, et ce en raison des particularités de chaque pays en ce domaine. Et pourtant, aujourd'hui, et l'AMF l'a encore signalé récemment, on constate que les codes de gouvernement d'entreprise à l'échelle européenne connaissent une assez grande uniformisation de leurs recommandations... L'idée d'un code européen de gouvernance vous semble-t-elle pertinente à terme, avec l'adossement d'un système de *comply or explain* sur ce code ?

**(C. S.)** : A condition qu'il y ait davantage de convergence sur le droit des sociétés à l'échelle européenne. C'est tout de même un élément important de différenciation, et pour le moment, les différences demeurent importantes. On ne peut pas avoir un code de gouvernement d'entreprise qui soit dissocié du droit des sociétés.

**Restitution d'entretien  
Autorité des marchés financiers (AMF)**

Lundi 27 mars 2017, 11h00 – 12h15

Locaux de l'AMF, Paris

Trois personnes présentes pour l'AMF :

M. François-Régis Benois **(F.-R. B.)** : directeur, Division de la régulation des sociétés cotées, Direction de la régulation et des affaires internationales ;

M. François Gilbert **(F. G.)** : Division de la régulation des sociétés cotées, Direction de la régulation et des affaires internationales

Mme Maryline Dutreuil Boulignac **(M. D. B.)** : Division de la régulation des sociétés cotées, Direction de la régulation et des affaires internationales

Deux personnes présentes pour le projet :

Jean-Christophe Duhamel **(J.-C. D.)** : IGR Lille 2

Martin Kruczkowski **(M. K.)** : Master 2, Lille 2

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

**(M. K.)** : Le régulateur apprécie-t-il la qualité de la communication en matière de gouvernance d'entreprise ou contrôle-t-il la réalité ou véracité des pratiques de gouvernance déclarées par les sociétés ?

**(F.-R. B.)** : Très clairement, l'approche traditionnelle consiste à prendre le point de vue de l'investisseur et donc de l'information à sa disposition. On se fonde sur l'information publique. Nous ne sommes pas partie prenante au conseil d'administration, on ne sait pas comment ce conseil fonctionne. Donc, la véracité nous la subodorons au travers de la qualité de l'information mais nous n'avons pas d'assurance à 100% que l'information fournie par la société telle que publiée est systématiquement vraie. Dans le même temps, nous considérons que la société cotée, c'est-à-dire qui a pignon sur rue, prendrait un véritable risque si elle devait publier des informations fausses.

**(J.-C. D.)** : Regrettez-vous ce faible pouvoir d'investigation de l'AMF, son pouvoir modéré en matière d'information de gouvernance ? Vous êtes soumis au déclaratif sociétaire, mais ne pourrait-on pas attendre du régulateur qu'il aille plus loin ? Personne ne le fait, même pas les auditeurs, mais le régulateur ne doit-il pas justement être plus ambitieux ? N'êtes-vous pas quelque peu frustré qu'un dispositif réglementaire ne mette pas à la disposition du régulateur plus de pouvoir ? Tous les ans l'AMF relève des carences, manquements, incohérences dans son rapport, simplement à partir des informations que les émetteurs vous donnent, mais que vous n'allez pas rechercher. On se dit qu'avec des prérogatives supplémentaires, vous pourriez apporter encore davantage de transparence au marché en dépassant cette dimension déclarative de l'information...

**(M. D. B.)** : Il y a deux exercices en réalité. Il y a le rapport annuel sur la gouvernance, et aussi l'instruction par les chargés de dossiers des documents de référence, exercice dans lequel ils sont susceptibles de poser des questions aussi bien sur des informations comptables que sur des informations relatives à la gouvernance. Chaque année, sur certains émetteurs en particulier, des questions sont posées sur le calcul des rémunérations, sur certaines incohérences qu'on peut relever au niveau du conseil et des comités. De même, on peut croiser aussi des informations avec des communiqués de presse, les retours des certains investisseurs, etc. Donc, au final, il y a quand même

un questionnement des émetteurs qui se fait dans le cadre de l'instruction des documents de référence.

**(J.-C. D.)** : Et alors il s'agit donc de deux services différents de l'AMF, de deux temps différents du contrôle de la gouvernance par l'AMF ?

**(F.-R. B.)** : On voit moins le volet gouvernance intégré dans les documents d'opérations financières, c'est moins apparent que dans le rapport annuel sur la gouvernance publié par l'AMF, mais c'est tout de même une dimension importante, qui s'intègre dans le prolongement de l'examen des prospectus. L'AMF n'a pas à juger la qualité spécifique de la gouvernance ni à imposer un modèle quelconque de gouvernance, ce n'est pas le rôle du régulateur. Mais c'est une dimension qui est importante dans le dialogue que nous avons avec les émetteurs, sachant qu'en termes d'organisation interne de l'AMF, c'est très simple : la Direction des émetteurs comprend des chargés de dossier opérationnels qui au jour le jour instruisent les prospectus et les documents de référence, donc qui ont des interlocuteurs dans les sociétés, en ce compris s'agissant, le cas échéant, des questions de gouvernance ; et puis il y a le rapport sur la gouvernance qui lui est élaboré conjointement par notre division [i.e. Division de la régulation des sociétés cotées] et par une autre division de la Direction des émetteurs pour ce qui concerne le volet rémunération des dirigeants, et ce pour des considérations historiques liées à la façon de traiter ce sujet assez opérationnel qu'est la rémunération. Mais on reboucle bien l'examen des documents de référence et ce qu'on voit à l'occasion de la rédaction du rapport annuel.

**(J.-C. D.)** : D'accord, donc il y a un recoupement d'informations recueillies à ces deux occasions différentes du contrôle des émetteurs par le régulateur, informations qui peuvent donc répondre à une sollicitation du régulateur pour plus de clarté s'agissant notamment des questions relatives à la gouvernance.

**(F.-R. B.)** : Oui. Et c'est notamment vrai à l'occasion de la publication et de notre contrôle corrélatif du document de référence, car il y a certes ce que l'on voit dans l'échantillon retenu à l'occasion de notre rapport annuel, mais également ce que l'on voit à l'occasion de l'examen des nombreux documents de référence. En outre, le volet gouvernance peut être examiné à l'occasion de la publication du prospectus, alors même que la société objet de l'examen ne figurerait pas dans l'échantillon servant de base à l'élaboration du rapport annuel.

Mais l'AMF n'est pas forcément demandeuse pour aller plus loin en termes d'intrusion, de droit de regard sur les pratiques même de gouvernance des sociétés...

**(J.-C. D.)** : Pour vous cela relèverait de l'intrusion...

**(F.-R. B.)** : Oui, il faut savoir jusqu'où ne pas aller trop loin. On ne demande pas, nous n'avons jamais été demandeurs d'établir un code AMF, et les émetteurs ne le souhaitent pas davantage. Nous avons seulement communiqué sur des pistes de réflexion, lesquelles n'ont pas forcément été toutes retenues par l'AFEP et le MEDEF. En outre, nous nous livrons depuis 2012 au « *name and shame* ». On estime aujourd'hui qu'on n'a pas à aller vraiment plus loin. Dans cette matière aussi compliquée qualitativement qu'est la gouvernance, à quel moment devrions-nous imposer un modèle particulier, qui permettrait de juger que telle pratique serait meilleure que telle autre ? Nous estimons ne pas être légitimes pour dire aux sociétés ce qu'elles doivent faire, en faisant valoir notre propre conception de la bonne gouvernance.

**(J.-C. D.)** : Par rapport au contrôle de l'AMF, peut-on imaginer des poursuites et sanctions éventuelles pour diffusion d'informations fausses ou trompeuses relatives à la gouvernance, voire pour diffusion de fausses déclarations de conformité [sauf poursuites pénales valablement engagées et dorénavant non cumulables avec l'intervention de l'AMF depuis la loi du 21 juin 2016]. Il me semble qu'à ce jour

aucune poursuite ou sanction n'ait été mise en œuvre par l'AMF s'agissant de l'information portant spécifiquement sur la gouvernance.

**(F.-R. B.)** : Des sanctions, effectivement, je ne pense pas qu'il y en ait eu, mais nous avons déjà fait des contrôles sur ce terrain.

**(J.-C. D.)** : Sur des informations précisément de type gouvernance ?

**(F.-R. B.)** : Oui, des informations qui abordaient la dimension gouvernance, entre autres questions.

**(J.-C. D.)** : Mais cela ne portait pas spécifiquement sur le *comply or explain*, et la fausseté d'un positionnement par rapport à un code de gouvernance.

**(F.-R. B.)** : Non.

**(J.-C. D.)** : Parce qu'effectivement, dans votre rapport 2016 par exemple, vous stigmatisez des incohérences : alors que les descriptions narratives de la gouvernance manifestent une non-conformité au code, cette non-conformité n'est pas rapportée à l'occasion de la déclaration de gouvernance. D'un point de vue juridique, cela aboutit à rapporter faussement une conformité au code alors qu'en réalité, la société est non-conforme. Juridiquement, c'est une fausse information ! Pourrait-on imaginer un jour le régulateur poursuivre cette fausse information ?

**(F.-R. B.)** : Théoriquement, on peut tout à fait l'imaginer...

**(J.-C. D.)** : Mais alors pourquoi a-t-on l'impression que l'AMF ne poursuit pas ce type de fausse information ?

**(F.-R. B.)** : Parce que la fausse information repose sur des critères qui font que l'exigence d'un impact de cette information sur le marché soit caractérisable. La fausse information répond à un contexte juridique européen, celui de l'abus de marché et il faut un impact de l'information sur le cours.

**(J.-C. D.)** : Alors précisément, je rebondis sur ce point. Il y avait une distinction à mon sens notable entre le manquement et le délit pendant des années, i.e. que le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses était subordonné effectivement à la délivrance d'informations susceptibles d'avoir un impact sur les cours, et il y avait une appréciation qualitative de la part du juge pénal sur la nature de l'information. L'AMF, quant à elle, justement, n'a jamais été limitée quant à la nature de l'information ; le texte du règlement général autorisait à poursuivre toute information fausse, peu important sa nature ou l'impact éventuel qu'elle était susceptible d'occasionner sur le cours...

**(F.-R. B.)** : C'est très proche maintenant depuis 2016 : les distinctions entre délit et manquement, qui n'étaient déjà pas très importantes, se sont encore davantage atténuées aujourd'hui.

**(J.-C. D.)** : C'est très clair ! Et cela va même dans le sens d'un alignement sur le manquement : l'incrimination du code monétaire et financier ne requiert plus une information "de nature à agir sur les cours". Mais pendant des années, les qualifications étaient différentes. On ne demandait pas à l'AMF de caractériser une nature de l'information pour entrer en voie de poursuite. A partir du moment où l'émetteur livrait une fausse information, peu important le type d'information, en théorie l'AMF pouvait agir. Pourtant, elle s'est très largement abstenue d'agir dans le champ des informations relatives à la gouvernance, et *a fortiori* en matière de *comply or explain*. Comment expliquez-vous cette situation ? On croit comprendre que vous estimez qu'il s'agit en réalité d'une information pas trop importante, dans la mesure où elle n'impacterait pas sur les cours, et c'est pour cette raison que vous ne rentriez pas en phase de poursuites...

**(F.-R. B.)** : C'est clairement une question de proportionnalité. On ne va pas engager un ou deux ans d'enquête avec une phase de sanction pour une incohérence dans un point du document de référence sur un sujet qui de toute façon n'aura pas d'impact sur le cours. Il faut vraiment que cela soit une infraction assez nette.

**(J.-C. D.)** : Même si cela concerne par exemple des informations relatives à la rémunération des dirigeants sur lesquelles l'opinion publique et les pouvoirs politiques peuvent souvent être très crispés. Presque chaque année, au moment des assemblées générales, il y a en la matière ce qu'on qualifie de "scandale", et les réactions sont assez vives de toute part...

**(F.-R. B.)** : Oui, et du reste, s'il y a des scandales, c'est bien parce que les sociétés sont transparentes sur le sujet !

**(J.-C. D.)** : Vous estimez donc en tout cas qu'en termes d'opportunité, il y aurait en la matière trop d'énergies à dépenser, de moyens à mobiliser pour des informations dont l'importance sur les marchés n'est pas prioritaire.

**(F.-R. B.)** : Ce n'est pas une question de ressources ou de moyens mais d'impact sur le cours de bourse. Etrangement si les sujets de gouvernance sont de plus en plus prégnants pour les investisseurs, leur impact sur le cours de bourse reste difficile à démontrer. Mais il n'y a pas d'approche systématique du sujet bien entendu. Encore une fois, on peut imaginer des poursuites sur ce terrain mais il semble que, tout de même, pour ce que j'en connais, existe une exigence de proportionnalité avec l'importance de l'information.

Et puis, il y a un autre sujet : plus on entre dans cette logique de sanction, plus on cautionne sur le long terme le « *box-ticking* ». Si on se départit d'une approche un peu plus qualitative telle qu'on essaie de la développer dans le rapport annuel, avec ce qui nous semble être finalement la méthode la plus efficace, c'est-à-dire le « *name and shame* », si on entre dans un exercice vraiment plus abrupt et binaire de sanction, on va avoir des déclarations de 120 pages, avec une cohérence formelle qui va prédominer. Plus on est dans le *box-ticking*, plus on est dans la déresponsabilisation. Si c'est pour au final n'aboutir à aucune *endogénéisation* par l'émetteur de l'information dont il est responsable, on ne peut pas dire que cela sera un franc succès.

**(J.-C. D.)** : Justement, dans votre rapport 2016, dans l'introduction, vous écrivez, je vous cite : « *Le code AFEP-MEDEF retient une conception stricte du "comply or explain", cohérente avec celle de l'AMF* ». Est-ce que vous pouvez me donner des détails sur ce que vous entendez par conception stricte du « *comply or explain* » ?

**(F.-R. B.)** : Et bien c'est ce que l'on a écrit en 2012. On a un peu formalisé la doctrine *comply or explain*, puisque qu'il y a plusieurs manières de l'envisager. Donc, on a rappelé qu'il s'agit d'un système à deux étages et demi en quelque sorte. La question étant, lorsque qu'on ne se conforme pas : faut-il donner des mesures alternatives, ou expliquer comment on se conformera à terme au principe sous-jacent du code ? C'est le cœur même du dispositif, c'est la question qui ultimement se pose et qui fait le départage entre une conception plutôt souple ou stricte du *comply or explain*. Il me semble que le code AFEP-MEDEF en 2013 s'est inscrit dans la voie que nous avons ouverte en 2012 et qui elle-même s'était inspirée de celle qui prévalait au Royaume-Uni.

**(J.-C. D.)** : Donc, la conception stricte c'est l'exigence qu'on peut avoir dans le volet « explication » du mécanisme.

**(F.-R. B.)** : Explication, oui, mais avoir quelque chose d'alternatif à proposer.

**(J.-C. D.)** : Donc ne pas simplement expliquer sa non-conformité, mais également proposer des alternatives.

**(F. G.)** : D'ailleurs, vous expliquez que votre démarche a ceci de spécifique qu'elle prenait en compte les projets de normes européennes sur le *comply or explain*... Vous avez vu qu'en 2014 la Commission européenne a publié une recommandation sur la qualité des explications qui étaient proposées, et l'objectif était d'ailleurs similaire à celui poursuivi par l'AMF à savoir : expliquer, c'est bien, mais faire un pas de plus pour démontrer qu'on a essayé d'apporter des réponses alternatives poursuivant le même but c'est encore mieux. Et cette démarche est aujourd'hui celle de l'AFEP-MEDEF, de l'AMF et de la Commission européenne. Il y a une certaine cohérence à ce niveau.

**(F.-R. B.)** : En tout cas préserver cette dimension qualitative du *comply or explain*, c'est essentiel pour éviter la dérive « je coche des cases ».

**(F. G.)** : Et le terme « responsabilisation » était utilisé à bon escient dans la mesure où cela invite les émetteurs à prendre ce sujet au sérieux, à engager leur responsabilité vis-à-vis des actionnaires et investisseurs potentiels et aussi vis-à-vis des autres émetteurs, leurs concurrents d'une certaine façon, et à faire cet effort supplémentaire d'atteindre cet objectif poursuivi. Cet aspect est assez important dans votre perspective de recherche me semble-t-il.

**(J.-C. D.)** : Je comprends bien votre explication. A titre d'information, j'ai fait partie du groupe de travail de l'IFA sur le *comply or explain* en 2012, où la réflexion tournait essentiellement autour de cette question : qu'est-ce qu'une bonne explication ? C'était au cœur de la réflexion.

**(F.-R. B.)** : Vous vous doutez bien que cette question est également au cœur de nos échanges avec les émetteurs. Ils nous demandent parfois : quelle est pour vous la bonne explication ? Mais on ne peut pas leur dire, et nous n'avons pas à leur dire. Nous n'avons pas *in abstracto* la conception idéale de la bonne explication, celle que par commodité les émetteurs pourraient et voudraient chaque année reproduire dans leur rapport, de sorte à nous satisfaire. Sinon, on s'éloigne totalement de l'objectif de développement et de construction progressive d'informations et d'explications pédagogiques en matière de gouvernance.

**(F. G.)** : On peut peut-être reboucler avec ce que nous disions à l'instant. Le travail de l'AMF est un système en deux temps. Le premier consiste, par le travail de la Direction des émetteurs, à s'assurer que les documents et informations produites par les émetteurs sont effectivement d'un bon niveau de qualité. C'est là un travail constant, tout au long de l'année, en particulier au moment de la publication de certains documents : document de référence, prospectus, etc. Et sur la qualité des explications, de la présentation des informations fournies et leur intelligibilité, effectivement le rapport annuel de gouvernance a sa plus-value. Donc vous voyez, les choses ne sont pas véritablement binaires. Tout fonctionne vers un objectif : une information vraie, intelligible, utile, mais pas uniquement à l'occasion d'une seule action du régulateur, c'est plus fractionné que cela, mais toujours en cohérence.

**(M. K.)** : S'agissant des pratiques qu'un certain nombre de sociétés pourraient reprendre et décrire tous les ans de manière assez stéréotypée, et qui amènent à constater une sorte de *benchmarking* constitutif d'un alignement des justifications... Est-ce une tendance que vous pourriez regretter ?

**(F.-R. B.)** : Il faut être réaliste. Nous regrettons effectivement cette tendance sur certains sujets, mais il y a aussi des explications qui se ressemblent parce qu'il y a souvent des conseils derrière qui écrivent une partie du document de référence. On pourrait requérir plus ou moins artificiellement un changement dans certaines explications jusque-là stéréotypées, qu'on soit sûrs qu'elles aient été bien pensées à chaque fois, pendant des semaines...



**(J.-C. D.)** : Parce qu'on trouve parfois tout de même des choses très stéréotypées pour le coup...

**(F.-R. B.)** : Nous recommandons, à l'AMF, d'éviter cette tendance.

**(J.-C. D.)** : Mais qui dure encore... Nous sortons actuellement d'une phase de dépouillement de centaines de documents de référence, et très clairement, sur un item, qui est l'indépendance des administrateurs...

**(F.-R. B.)** : Oui, le critère de 12 années... Mais ça, on l'a stigmatisé dans notre rapport annuel au moins à deux reprises.

**(J.-C. D.)** : Absolument, mais cette pratique déclarative perdue : opposez indépendance à expérience, c'est-à-dire un conflit de deux valeurs qui s'équilibrent, et l'argument justificatif devient du coup imparable.

**(F.-R. B.)** : C'est normal. Ce critère de 12 ans peut être apprécié de deux manières totalement différentes. La longévité peut être un facteur d'enracinement qui ferait perdre une certaine indépendance ; c'est ce que défend plutôt le code AFEP-MEDEF. Au contraire, des émetteurs considèrent qu'un jeune administrateur est plus à la main de la direction et de la présidence, il doit faire ses preuves et par là même s'en trouve peut-être plus influençable, alors qu'un administrateur en poste depuis davantage de temps, plus chevronné, pourra avoir gagné son indépendance d'esprit et sa liberté.

**(J.-C. D.)** : Vous trouvez justement que le code AFEP-MEDEF contient des recommandations inopportunes, ou qui devraient évoluer, comme par exemple cette durée de mandat de 12 ans... ? Vous êtes en discussion avec l'AFEP-MEDEF sur ces questions de contenu du code ?

**(F.-R. B.)** : Bien sûr. Les 12 ans, nous sommes plutôt en ligne, et c'est un critère qui revient de toute façon dans la plupart des codes. Et si ce n'est pas 12 ans, c'est 9 ans par exemple au Royaume-Uni. Il semblerait tout de même qu'il y ait des fondements rationnels derrière ce critère. Oui, nous échangeons beaucoup avec l'AFEP et le MEDEF. A chaque révision du code, nous sommes consultés et menons des échanges nourris avec eux. Nous soulignons les sujets sur lesquels le code devrait évoluer et à chaque réforme du code nous leur disons si telle ou telle recommandation nous convient plus ou moins.

**(J.-C. D.)** : Dans l'étude comparée que vous avez menée sur les différents codes de gouvernance en Europe, sortie en mars 2016, au titre de l'originalité de la position française, vous pointez tout de même le fait qu'on y trouve le seul code qui est l'émanation d'associations représentant les entreprises elles-mêmes. On n'a pas par exemple de commission fédérale paritaire comme en Allemagne, chargée sous l'égide gouvernementale d'éditer et de réformer le code de gouvernance.

**(F.-R. B.)** : C'est très simple, nous nous sommes exprimés plusieurs fois sur la question. On estime que l'architecture a malgré tout progressé. En 2012, lorsqu'il y a eu des discussions à l'échelle gouvernementale sur le cadre de la gouvernance, notamment pour importer dans la loi des dispositions issues de la *soft law*, on a posé la question : est-il normal d'avoir un code réalisé par les émetteurs ? Lorsque le HCGE a été instauré, nous avons dit clairement à l'AFEP et au MEDEF que les investisseurs y étaient insuffisamment présents. Même si de toute apparence, ils sont maintenant mieux pris en compte qu'ils ne l'étaient avant, il y a toujours une majorité de représentants d'émetteurs.

**(J.-C. D.)** : Il est vrai que rien que l'estampille « AFEP-MEDEF » peut être gênante, là où d'autres pays mettent en avant le caractère national du code de gouvernance. Je pense par exemple au *Deutsche*

Kodex ou au *UK Corporate Governance Code*. L'appellation « Code français de gouvernement d'entreprise » serait *a minima* souhaitable...

**(F.-R. B.)** : Mais de toute façon, la loi est ainsi faite, en ce qu'elle vise des recommandations émanant d'organisations représentatives des entreprises... Nous avons suggéré de modifier la loi sur ce point, en tout cas d'élargir le champ des codes de rattachement. C'est ce que nous avons répondu au Trésor à l'époque.

**(J.-C. D.)** : Sur un autre registre, le rapport annuel de l'AMF est-il un document attendu par les parties prenantes de la gouvernance ? Avez-vous un recul sur le taux de consultation du document, sur la façon dont il est consulté (consultation intégrale, partielle...) ? Ne craignez-vous pas un effet d'essoufflement à force de produire ce type de rapports annuels, riches, denses, mais forcément un peu répétitifs sur la durée ?

**(F.-R. B.)** : Oui, c'est un rapport attendu. Les aspects statistiques détaillés de consultation, malheureusement, nous n'en disposons pas. C'est la Direction de la communication qui suit les données de consultation du site, mais je ne pense pas qu'ils ont une approche aussi granulaire, par type de document consulté. Je crois que leur approche descend au mieux jusqu'aux taux de consultation des onglets par période de l'année, mais je n'ai aucun chiffre précis à vous donner immédiatement sur la question.

**(J.-C. D.)** : L'AMF n'a jamais mis en œuvre une démarche de retour par sondage sur la consultation de ses productions ?

**(F.-R. B.)** : Sur ce sujet-là, non. On a des statistiques mensuelles ou trimestrielles sur la consultation du site, mais qui ne vont pas aussi loin. Mais les retours qu'on a ensuite des investisseurs, des grandes maisons de gestion d'actifs, et aussi d'autres régulateurs, nous font dire qu'il s'agit d'un document attendu.

**(J.-C. D.)** : Alors précisément, sur ce registre j'aurais une question supplémentaire. Le rapport annuel de l'AMF est-il davantage attendu par les médias et l'opinion publique que par les investisseurs ?

**(F.-R. B.)** : Les investisseurs le regardent, ça c'est sûr ! Les émetteurs aussi, ne serait-ce que pour s'assurer qu'ils ne sont pas cités au titre des mauvaises pratiques.

**(J.-C. D.)** : C'est le spectre du *name and shame*...

**(F.-R. B.)** : Absolument. Mais les émetteurs savent à quoi s'en tenir ; tout cela est assez procéduralisé : on leur écrit en amont, avant qu'ils ne soient cités.

**(J.-C. D.)** : Vous les prévenez, en amont de la publication du rapport, qu'ils pourraient y faire l'objet d'une citation ?

**(F.-R. B.)** : Oui, on leur écrit, c'est une démarche dont nous faisons état dans notre rapport. On identifie les sociétés que l'on pourrait citer au terme de notre grille d'analyse, et on leur écrit en juillet.

**(J.-C. D.)** : Et vous faites des choix alors parmi ces sociétés...

**(F.-R. B.)** : Oui, forcément. Notre démarche n'est pas mécanique, n'est pas binaire. On a forcément une marge d'appréciation sur l'importance des carences dans leur communication, laquelle va justifier ou pas d'apparaître dans le rapport.

**(J.-C. D.)** : Donc, parmi les mauvais élèves, vous choisissez tout de même ceux en fonction des choses les plus regrettables.

**(F.-R. B.)** : Là encore, il y a différentes approches. S'il n'y a pas d'explication, c'est bien entendu digne d'être mentionné dans le rapport annuel. Lorsqu'il y a une explication, mais insuffisante, c'est là qu'est nécessairement la marge d'appréciation. Encore une fois, tout cela ne peut pas être mécanique ni traité uniquement par un algorithme. Donc, il y a une marge d'interprétation dès lors qu'on rentre dans du narratif et du qualitatif.

**(J.-C. D.)** : Et pour vous, le risque réputationnel existe clairement au travers du mécanisme de *name and shame* ? Les émetteurs attendent vraiment avec une certaine fébrilité le fait de savoir s'ils vont être cités au tableau d'honneur ou au titre de mauvais élèves ?

**(F.-R. B.)** : C'est difficile à dire. Certains émetteurs ou certains de leurs conseils ont pu estimer que cette citation était quasiment de l'ordre de la sanction, et se sont même aventurés sur le terrain juridique pour assimiler cette citation à une sanction juridique. Je pense que précisément, juridiquement, cette approche est erronée.

Le risque réputationnel, franchement, demeure très variable. La plupart des émetteurs sont attentifs, mais il en est qui se préoccupent très peu d'être cités en réalité.

**(J.-C. D.)** : Donc il y a une différence de ressenti et de crainte selon les émetteurs, eu égard à l'aspect comminatoire du *name and shame* ; vous le savez et en avez conscience à l'AMF.

**(F.-R. B.)** : On ne nous le dit pas, mais en réalité on le constate.

**(M. D. B.)** : On le constate tout simplement lorsque d'une année sur l'autre, les problèmes que nous relevons sont récurrents. On se dit qu'on peut les citer, mais que pour autant, cette citation ne produira pas les effets escomptés. Il y a les émetteurs qu'on cite, qui réfléchissent et qui font la démarche d'améliorer leur communication sur la base de nos observations et recommandations, et il y a ceux qui se disent qu'ils sont cités et que vraisemblablement cela continuera... Voilà, il y a un ou deux émetteurs comme cela qui sont emblématiques.

**(F. G.)** : Mais le risque réputationnel est finalement à la hauteur du gain réputationnel que vous évoquiez en début d'entretien. Les émetteurs fournissent des efforts pour apparaître bons élèves et développent ce que vous pourriez considérer être une démarche *marketing* ; très clairement, ce risque réputationnel est inverse et à proportion de cette dérive de démarche *marketing* que vous semblez vouloir constater.

**(J.-C. D.)** : En tout cas c'est notre problématique.

**(F.-R. B.)** : Cela répond en tout cas à votre question. Si effectivement il y a un *name and shame*, le risque de réputation créé par ce dispositif sur un émetteur ou plusieurs émetteurs – si le cas échéant cela devait être le cas, puisque nous n'avons pas de plafond à respecter – ce risque encore une fois est équivalent aux efforts déployés par les émetteurs pour paraître, ma foi, comme des émetteurs responsables dans leur communication d'information.

**(M. K.)** : Pour rebondir sur cette dimension *marketing*, pensez-vous que la qualité de la communication est variable en fonction de l'importance des items de gouvernance traités ? Par exemple, sur la rémunération, question sensible, les émetteurs mettent-ils plus de formes et de soins dans leurs explications, et passent-ils plus rapidement sur les questions relatives par exemple à la composition des comités... ?

**(F.-R. B.)** : Objectivement, il y a tout de même de réels progrès. Il faut avoir conscience des faisceaux contraires de contraintes qui s'appliquent à cette démarche de transparence. D'un côté, diverses études et enquêtes disent régulièrement que les publications des émetteurs français sont les plus lourdes, les plus indigestes. La méthodologie est contestable parce qu'on compare parfois des choses qui ne sont pas comparables, comme par exemple les documents de référence français avec d'autres documents au périmètre plus restreint, mais il faut aussi comprendre ce que cela peut induire comme perception pour les investisseurs quand ce genre d'étude est publié. Et par ailleurs donc, il y a une aspiration à densifier l'information, et pas seulement en gouvernance, mais aussi en RSE, et une exigence d'informations toujours plus précises sur des items toujours plus nombreux. Donc, cet exercice-là devient de plus en plus difficile pour les émetteurs, c'est-à-dire produire des informations accessibles, digestes et en même temps relativement complètes.

De manière générale, la tendance à devoir produire toujours plus d'informations ne se dément pas. Encore cette année, des exigences supplémentaires s'imposent en matière de politique de rémunération ; cela va allonger forcément cette partie du document de référence, on imagine 7 à 10 pages spécifiques sur la politique de rémunération. Il y a des progrès pour rendre publics précisément les critères quantitatifs et qualitatifs d'atteinte de la performance. Et il y a plusieurs niveaux ici aussi : publier les critères, leur pondération, le niveau d'atteinte de ces critères... Voici encore quelques années, cette démarche était quasi inconcevable pour nombre d'émetteurs, pour lesquels ces questions étaient de l'ordre du secret des affaires... Mais les investisseurs se concentrent de plus en plus sur ce type de sujet. Idem pour des sujets comme l'assiduité individuelle des administrateurs ; de plus en plus d'émetteurs publient cette donnée, alors qu'avant, il s'agissait presque d'une atteinte à la vie privée... Donc, des choses apparaissent inconcevables une année, et avec le temps, cela finit par relativement se banaliser.

**(J.-C. D.)** : Le constat est en tout cas absolument net quant à l'évolution qualitative des explications fournies, et l'élévation du degré de précision des informations narratives en matière de gouvernance.

**(F.-R. B.)** : Du coup, nous essayons de nous recentrer sur des principes. Typiquement, la prévention des conflits d'intérêts. Qu'est-ce qui est dit là-dessus dans l'information des sociétés ? C'est une problématique générale, très compliquée, qu'on aborde par de nombreux angles différents, pas uniquement au travers de la gouvernance, mais à l'occasion par exemple d'opérations ponctuelles comme des augmentations de capital pour lesquelles on constate de vraies problématiques de conflits d'intérêts, lourdes, avec un actionnaire de contrôle : dans quel cadre a-t-il voté l'augmentation de capital ? Qu'est-ce que la personne indirectement intéressée qui normalement ne doit pas voter sur les conventions réglementées ?

**(J.-C. D.)** : Mais là vous rejoignez une thématique très classique du droit des sociétés... Vous descendez dans les profondeurs du droit des sociétés, dans la question de savoir pour qui la société est gérée, et dans la question de la finalité de la société et spécifiquement de la société cotée. La finalité de protéger les minoritaires, les petits investisseurs, est bien connue, mais reste que la société est la chose du capital majoritaire... Faut-il vraiment voir le majoritaire en situation inéluctable de conflit d'intérêts avec la société ? C'est une question quintessentielle... J'adorerais en discuter mais hélas il ne reste plus énormément de temps et j'aimerais passer au second volet de l'entretien portant sur la perception que vous avez de la communication en matière de gouvernance, et spécifiquement du *comply or explain*. Peut-être trouverez-vous ma prochaine question un peu brutale : pensez-vous que le *comply or explain* est un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise ?

**(F.-R. B.)** : La question n'est pas brutale, elle est intéressante. Le terme de « promotion » est ambigu car il y a là effectivement un aspect communicationnel et *marketing*. Et puis évidemment, l'écosystème ambiant pousse à ce que les sociétés soient de plus en plus dans un affichage de leurs valeurs et de leur éthique. Parce qu'il y a la pression des parties prenantes, de la société civile et puis vraiment, du coup sur un volet strictement juridique, la montée en puissance de la *compliance*, certes dans les

banques, mais aussi dans les sociétés de manière générale. Il y a des sanctions potentielles sur des aspects très précis, comme en matière de corruption, etc.

**(J.-C. D.)** : Mais là on est sur du droit dur tout même, et pas sur de la gouvernance...

**(F.-R. B.)** : Oui, mais il y a l'influence de différents critères qui fait que les sociétés sont incitées à communiquer sur ces différents sujets. Le *comply or explain*, c'est vraiment un outil à la fois puissant et malléable. C'est cela qui fait sa force. On peut vouloir rigidifier le *comply or explain*, mais c'est aussi sa souplesse, son adaptabilité, qui fait son intérêt. Il se diffuse dans un certain nombre de branches du droit souple. C'est la même chose en droit européen. Un des outils les plus efficaces de la doctrine ESMA, ce sont les « *guidelines* ». C'est-à-dire les orientations sur lesquelles chaque régulateur doit dire publiquement s'il se conforme ou pas, et on y réfléchit à deux fois avant de publier notre conformité aux *guidelines*. Pour revenir à l'éthique, et bien dès lors qu'on parle de gouvernance, on parle d'éthique...

**(J.-C. D.)** : Nous, personnellement, au terme de notre dépouillement de centaines de déclarations de gouvernance, nous n'avons jamais vu une entreprise se tirer une balle dans le pied à l'occasion de sa déclaration de gouvernance, où elle reconnaîtrait des manquements au code et sa mise en œuvre d'une gestion peu recommandable, bref où elle assumerait une culture d'entreprise qui ne serait pas porteuse des grandes valeurs de l'éthique des affaires... Les justifications dans le volet « *explain* » sont toujours tirées par le haut, dans l'objectif de promouvoir les positions de l'entreprise en matière de gouvernance. Et donc, le *comply or explain*, c'est toujours dans le même sens, c'est-à-dire pro-éthique de l'entreprise. Et donc, en termes d'information objective et neutre de l'investisseur, du marché, de l'opinion, on reste sur sa faim. Après, le jugement revient à l'esprit du lecteur de la déclaration, à savoir est-il convaincu ou pas par la communication de l'entreprise.

**(F.-R. B.)** : Forcément, le *comply or explain* est subjectif. Quand on s'explique sur ce qui perçu comme un écart ou un manquement vis-à-vis des recommandations de bonne pratique, c'est par définition subjectif. Après c'est au récipiendaire de l'information de juger si c'est pertinent, crédible, suffisant, etc. Et il y a la couche que l'AMF rajoute en termes de contrôle de l'intelligibilité et de la cohérence de l'information, en particulier dans le *comply or explain*. Parce qu'effectivement, le rapport de l'AMF, *in abstracto*, pourrait très bien ne pas aborder le sujet de la gouvernance par cet angle. C'est un rapport sur les publications des sociétés, et de fil en aiguille, on en est venu à apprécier le *comply or explain*, la manière dont le *comply or explain* est appliqué avec le référentiel spécifique de l'AFEP-MEDEF.

**(J.-C. D.)** : De toute façon, le législateur n'est pas très précis quant à la mission qu'il assigne au régulateur en la matière ; presque rien n'est dit à l'article L. 621-18-3 du code monétaire et financier, texte qui n'a quasiment pas changé depuis ses origines. Nous en parlions avec Martin ; il est clair que l'AMF a su définir par elle-même le champ de la mission que lui assigne vaguement le législateur, l'ampleur de son champ d'investigation. Vous avez dû par vous-même et pour vous-même être plus ambitieux.

**(F.-R. B.)** : On pourrait certes faire différemment. On pourrait se contenter d'un rapport de trente pages. Et il y a parfois des questionnements internes sur la démarche du rapport. En tout cas c'est clair qu'en 2015, on a senti qu'on avait atteint un certain point critique, même s'il faut le retracer dans le contexte. Il y a eu des cas compliqués, avec Lafarge, Sanofi, Alcatel, où on rentre à la lisière de ce qui constitue la bonne information, l'information cohérente. Quand on distille un *package* de rémunérations pour lequel les différentes informations sont difficiles à reconstituer, y compris pour des spécialistes et pour l'AMF, on peut considérer que cela n'est pas très satisfaisant comme situation. Pour un de ces trois cas, on a pu débattre longuement sur l'ampleur réelle du *package* accordé à tel dirigeant et sur la façon dont il était valorisé. Donc c'est pour cela que l'on a fait cette recommandation sur le communiqué de presse unique qui décrit l'ensemble des items plutôt que distiller au fur et à

mesure les différentes composantes des rémunérations. Pour l'investisseur, cela devient lisible. Dès lors, le fait de devoir expliquer et recommander tout cela aboutit à alourdir notre rapport annuel, avec en outre des effets de répétition dans la synthèse. Bilan : on a revu cela l'année dernière avec un parti pris clair d'alléger le rapport sans diminuer sa qualité. On garde cette même ligne pour cette année mais comme on a un certain nombre de sujet à aborder, peut-être repartirons-nous sur un volume plus important.

**(J.-C. D.)** : Pour les minutes qui restent, j'aimerais vous poser simplement les quelques dernières questions. Le *comply or explain* est-il un mécanisme qui contribue à standardiser la gouvernance des grandes sociétés cotées ou au contraire permet-il à chaque société de s'émanciper d'un modèle de gouvernance prêt-à-porter ?

Cette question pointe en effet le paradoxe que véhicule le *comply or explain* : il est fait pour permettre à chaque émetteur de faire valoir sa propre culture d'entreprise en s'abstenant d'imposer un modèle unique de gouvernance, mais pour autant, les taux de conformité globaux sont très élevés. En effet, sur tous les items de gouvernance figurant dans le code, les sociétés déclarent leur non-conformité, au mieux, à seulement quelques-uns d'entre eux... Le modèle de gouvernance stéréotypé, de toute façon, il est là, c'est celui du code !

**(F.-R. B.)** : Nous ne publions pas des taux globaux de conformité tels que vous les évoquez, au sens du FRC britannique qui publie des statistiques de conformité, et qui d'ailleurs, à l'occasion du livre vert du gouvernement britannique de novembre 2016, se pose la question de savoir s'il faut continuer de communiquer sur ces taux de conformité qui créent un *benchmark*, un alignement et qui « stéréotypent » l'ensemble de la gouvernance. La question est vraiment posée parmi les nombreuses questions intéressantes abordées dans ce document.

**(J.-C. D.)** : Mais au-delà de la formalisation de taux, il y a un constat d'une large uniformisation : les sociétés, lorsqu'elles sont non-conformes, le sont eu égard à un, deux, trois items (cinq apparaissant vraiment comme une fourchette très haute). Pour le reste, elles se positionnent en conformité, si bien qu'on aboutit en réalité à une application presque intégrale du code au regard du nombre de recommandations qui y figurent. C'est en ce sens qu'on peut parler de taux de conformité très important, ce qui n'est pas forcément l'effet voulu par le mécanisme même de *comply or explain*.

**(F.-R. B.)** : En réalité cet effet n'est pas inhérent au mécanisme de *comply or explain*.

**(J.-C. D.)** : Vraiment ?

**(F.-R. B.)** : Oui, car ce principe de *comply or explain* doit être rapporté à la responsabilité des acteurs. En soit, le principe doit permettre une souplesse, et doit permettre de considérer qu'il n'y a pas un modèle unique de gouvernance, sinon il n'y a plus qu'à s'aligner sur le modèle entre guillemets anglo-saxon et puis on est tranquille... Après, il est de la responsabilité des acteurs de considérer qu'il est de leur intérêt ou non de s'aligner de manière plus ou moins fidèle et d'apporter une explication, et donc de prendre en quelque sorte ce risque que cette explication puisse être perçue comme plus ou moins suffisante.

**(J.-C. D.)** : Oui, d'accord, mais de fait, les acteurs s'alignent très largement.

**(F.-R. B.)** : Oui, mais ce n'est pas inhérent au *comply or explain*, c'est une question de responsabilité des acteurs.

**(J.-C. D.)** : Vous ne pensez donc pas que le *comply or explain* incite...

**(F.-R. B.)** : A la déresponsabilisation ?

**(J.-C. D.)** : Non, pas vraiment à la déresponsabilisation, enfin, peut-être pouvez-vous le dire comme cela, mais enfin, à partir du moment où l'on demande à une société de se positionner par rapport à un référentiel, lequel tout de même est considéré comme un référentiel présentant les « bonnes pratiques », n'y a-t-il pas un effet tout simplement mécanique tendanciel d'alignement, dans la mesure où, si vous ne vous alignez pas, vous vous départissez donc des « bonnes pratiques », considérées comme telle par une sorte de consensus de place... Et même si vous vous expliquez, si vous vous justifiez, tout à fait clairement, tout à fait pertinemment et légitimement, vous ne vous situez tout de même pas dans les « bonnes pratiques »... Cette conscience d'être hors champ des « bonnes pratiques » pourrait générer un effet, même implicite, d'attirance vers la conformité plutôt que vers la non-conformité, et donc aboutir à un mouvement général de conformité au code. C'est en tout cas une hypothèse qui me semble assez sérieuse, qui amènerait à l'effet « *one size fits all* » contre lequel le *comply or explain* est pourtant censé lutter, et qui pourrait bien se trouver confirmé par l'observation du faible nombre d'écarts déclarés par les émetteurs...

**(F. G.)** : En réalité, ce sur quoi vous mettez le doigt, c'est la capacité des conseils à assumer leur schéma de gouvernance et leur politique globale. Cette perversité du système que vous évoquez n'est absolument pas consubstantielle au *comply or explain*, mais elle est due à la capacité d'un conseil à promouvoir sa vision de la gouvernance. Qu'on soit bien d'accord, cela boucle avec ce que l'on disait tout à l'heure. Quel est l'objectif ? Ce n'est pas tellement de se conformer à des items, mais d'atteindre l'objectif sous-jacent aux items qui sont évoqués dans un code de gouvernance. Il me semble, et c'est purement personnel ce que j'avance, que ce que l'on peut attendre d'un conseil d'administration, c'est de prendre en considération de façon sérieuse les objectifs poursuivis par le législateur, ou un code en l'occurrence, et d'assumer la manière qu'il aura d'atteindre ses objectifs.

**(J.-C. D.)** : N'y a-t-il pas une certaine naïveté dans cette attente ? C'est ce que l'on doit attendre, je suis d'accord avec vous. Mais n'est-ce pas un peu naïf ?

**(F. G.)** : Les conseils d'administration sont peut-être en compétition, notamment en termes d'affichage avec leurs concurrents, mais très honnêtement, ce sont des gens majeurs et vaccinés et c'est tout de même comme cela qu'on attend qu'ils agissent.

**(F.-R. B.)** : C'est une question de rapport général à la norme...

**(F. G.)** : Mais cela n'a rien à voir avec le *comply or explain* en tant que tel.

**(F.-R. B.)** : De toute façon, *comply or explain* ou pas, il y a de fortes chances qu'il y ait un code qui s'impose parce c'est tout de même le cas dans toutes les économies libérales ; si ce n'est pas par les règles de marchés, c'est par un code, voire par les deux en même temps. Il n'y a pas de règles de marché en France qui imposent des conditions de gouvernance mais on a un code qui se veut malgré tout assez précis parce qu'existe une pression générale à ce qu'il soit de plus en plus précis. *Comply or explain* ou pas, dès lors qu'un référentiel existe – et encore en France, il n'y a pas d'obligation de se référer à un code – on est conduit à un moment donné à se positionner vis-à-vis de ce référentiel existant.

**(J.-C. D.)** : Donc pour vous, à partir du moment où il y a une sorte de référentiel de place qui cristallise les bonnes pratiques, il y a un effet naturel d'attirance...

**(F.-R. B.)** : Il me semble.

**(J.-C. D.)** : ... d'attirance vers ces pratiques, inversement...

**(F.-R. B.)** : Mais je comprends votre vision des choses.

**(J.-C. D.)** : ... inversement proportionnel à un positionnement tendanciel qu'on pourrait qualifier d'existentiel, où l'on assume sa propre culture d'entreprise. Parce qu'un référentiel de bonnes pratiques existe, on va tendre vers la réalisation de ces pratiques spécifiques.

**(F. G.)** : Mais observez que ce référentiel est mouvant aussi. Il évolue.

**(J.-C. D.)** : Absolument, mais pas toujours dans le bon sens du reste. Si l'on observe la dernière mouture du code AFEP-MEDEF, il y a des éléments qui ont disparu de manière un peu étrange... Quoi qu'il en soit, je partage entièrement votre avis : l'éthique réside dans l'homme, et dans sa capacité à se positionner moralement par rapport à des préceptes. Tout va se réduire à l'échelle de cette somme d'individualités qu'est le conseil d'administration, responsable de l'information relative à la gouvernance. Mais il faut tout de même constater, probablement quelque chose de regrettable à mon sens, cet effet d'uniformisation des pratiques alors que le *comply or explain* a au départ été conçu pour y échapper. On a dit aux sociétés : assumez votre propre culture d'entreprise, n'ayez pas peur, dite le aux investisseurs. Et il est vrai, c'est à tout le moins une des conclusions du rapport RiskMetrics, même s'il date un peu maintenant, que les investisseurs ne sont cela étant pas toujours prêts à écouter, ce qui contribue aussi probablement à rendre frileuses les sociétés pour assumer leur choix de ne pas appliquer le code. C'est un peu le schéma d'ensemble. Donc, on a un système *comply or explain*, par rapport à l'objectif initial qu'il portait en germe, qui est un peu décevant.

**(F.-R. B.)** : Pas tout à fait, mais je comprends votre constat. Mais ce sont aussi des simples considérations pratiques qui interviennent assez vite. L'information devient surabondante sur tous les sujets. Les investisseurs n'ont pas forcément le temps de l'analyser, donc ils externalisent une bonne partie de l'analyse de l'information et cela participe à la standardisation. Il ne faut pas imaginer qu'Amundi et autres ont une pléthore d'effectifs pour analyser les déclarations et les centaines de rapport annuels des sociétés dans lesquelles ils investissent.

**(J.-C. D.)** : Oui oui, et il y a un effet réducteur du *comply or explain* aussi. C'est-à-dire que peu de personnes font ce que vous faites, aller rechercher dans les documents de référence la cohérence interne globale des informations. C'est un vrai lourd travail.

**(F.-R. B.)** : C'est pour cela aussi qu'on a un échantillon assez réduit, même si on peut le contester, mais nous n'avons pas forcément d'autres alternatives en termes de moyens...

**(J.-C. D.)** : D'ailleurs, dans le groupe de travail auquel j'ai participé au sein de l'IFA, en 2012, sur le *comply or explain*, un représentant de l'AMF participait aux travaux. Et à l'époque je l'avais interrogé : avez-vous la capacité d'organiser une sorte d'audit de gouvernance généralisé de toutes les sociétés cotées sur un marché réglementé pour savoir si elles disent la vérité ou pas dans les déclarations de gouvernance ?

**(F.-R. B.)** : Absolument pas.

**(J.-C. D.)** : Impossible m'a-t-elle répondu ! Comment voulez-vous que l'on fasse ? Et donc évidemment vous avez des échantillonnages qui sont révélateurs de pratiques, mais c'est vrai que l'AMF n'assume pas l'audit intégral des informations en matière de gouvernance, et ce n'est d'ailleurs pas ce qu'on lui demande dans les textes.

**(F.-R. B.)** : C'est très simple de toute façon. Si l'on veut faire cela, il faut 20 personnes permanentes, il faut remonter le plafond d'affectation des recettes parce que le Parlement maintient le même plafond depuis des années. On y consacre déjà pas mal de moyens à l'heure actuelle...



**(M. D. B.)** : En vérité, pour faire cela bien il faudrait être scrutateur des conseils pendant un an pour voir si les indépendants sont bien indépendants, etc.

**(J.-C. D.)** : Etre dedans, à l'intérieur, absolument.

**(F.-R. B.)** : ... et partir vers une logique de sociologie à l'américaine alors.

**(J.-C. D.)** : Et ceux qui sont censés être dedans, ou s'immiscer à l'intérieur des rouages de ces sociétés cotées, ce sont les auditeurs, acteurs de poids à l'échelle internationale, vis-à-vis desquels on pourrait exiger des diligences plus ambitieuses et importantes en matière de gouvernance dans l'optique de corrélérer les pratiques déclarées avec leurs propres observations. Mais les auditeurs, derrière, ne veulent pas non plus prendre trop de risques au terme de ce qui amènerait à une sorte de certification en matière de gouvernance....

**(F.-R. B.)** : Mais il faut aussi comprendre pourquoi. Je ne veux pas justifier l'attitude des auditeurs, c'est sûr que les déclarations des auditeurs sont de plus en plus stéréotypées sur un certain nombre de sujets.

**(J.-C. D.)** : Le rôle des auditeurs est tout de même minimaliste en matière de gouvernance. Sur le *comply or explain*, c'est une ligne dans le rapport, toujours la même depuis 10 ans : l'information est là ! La loi ne leur demande pas d'aller plus loin...

**(F.-R. B.)** : Effectivement c'est uniquement ce qui leur est demandé. Mais la tendance lourde depuis 15 ans au moins, apparue avec l'ère post-Enron et la réglementation Sarbanes-Oxley, c'est tout de même d'ajouter potentiellement de plus en plus de responsabilités sur les auditeurs, alors forcément, à un moment... La solidité d'une chaîne, c'est celle de son maillon le plus faible. Si les attributions et responsabilités sont très mal réparties dans la chaîne de valeur, on prend un risque systémique. Donc, plus on en rajoute sur les auditeurs, plus on prend des risques d'une certaine manière.

**(J.-C. D.)** : D'accord, mais il y a tout de même un équilibre à trouver... Je trouve que la position actuelle du droit français, ce que le droit français réclame à l'heure actuelle aux auditeurs en matière de gouvernance, n'est pas à la hauteur.

**(F.-R. B.)** : Oui, on pourrait éventuellement en demander plus.

**(J.-C. D.)** : Ils doivent seulement attester la présence des informations relatives à la gouvernance, et s'empressent de préciser, conformément à leur cadre de normes professionnelles, qu'ils n'ont pas à vérifier la « sincérité » de ces informations...

**(F.-R. B.)** : Nous, sur les conventions réglementées par exemple, on voulait en demander plus. Nous l'avons fait valoir en 2012, et le législateur en a tenu compte.

**(J.-C. D.)** : Dernière question, je vous demanderais de vous positionner par rapport aux justifications qui feraient du *comply or explain* un bon dispositif. Parmi les justifications suivantes, lesquelles vous semblent les plus décisives : il laisse les sociétés libres en matière de choix de gouvernance ; il fournit une information fiable ; il évite l'instauration de règles strictes et obligatoires en matière de gouvernance ; il permet de mettre en valeur les choix de gouvernance spécifiques retenus par la société.

**(M. D. B.)** : Déjà, je fais une parenthèse, la réponse à cette question serait probablement différente en fonction du code de rattachement, à savoir AFEP-MEDEF ou MiddleNext. Typiquement, aujourd'hui,

vis-à-vis du code MiddleNext, je répondrais que le *comply or explain* permet de mettre en valeur les choix de gouvernance spécifiques retenus par la société, sans hésiter ou presque. Pour autant, je ne suis pas sûre que cette réponse soit applicable au code AFEP-MEDEF.

**(F.-R. B.)** : Les deux codes ont une approche différente du sujet. On module notre appréciation des déclarations de gouvernance en fonction aussi des moyens dont disposent les sociétés pour mettre en place les recommandations de gouvernance. On ne peut pas demander à une société qui emploie 50 personnes, à moins de vouloir absolument tuer son activité, d'avoir une technostucture aussi développée en termes de conformité aux recommandations de gouvernance.

**(J.-C. D.)** : Donc, pour vous, la réponse à cette question demeure tributaire du référentiel de rattachement, lui-même dépendant de la taille et des moyens de la société devant déclarer sa conformité.

**(F.-R. B.)** : Le *comply or explain*, c'est ce qui permet un alignement par le haut par la pression qu'il exerce. Mais les fonctionnalités de ce mécanisme sont elles-mêmes diversement appréciées. Pour certains, en lieu de *comply or explain*, il faudrait davantage promouvoir un *comply and explain*, avec donc un volet explication qui devrait l'emporter systématiquement. Le fait que les perceptions soient ambivalentes sur ce principe montre qu'il n'est peut-être pas si mal fondé que cela. C'est la même chose d'ailleurs pour l'étude comparative que nous avons publiée l'année dernière. Certains ont dit : cela montre que le code français est plutôt bien positionné, alors que d'autres ont dit non, il est mal positionné. Chacun voit donc selon ses points de vue, soit on se focalise sur le négatif, soit sur le positif. Donc, finalement, cela tend à démontrer que notre étude était plutôt objective... Mais sur le *comply or explain*, si l'on souhaite justifier son caractère positif, c'est sa souplesse tout en permettant un alignement par le haut dans le temps.

**(J.-C. D.)** : Et pourquoi alors le *comply or explain* serait-il un mauvais dispositif ? C'est le pendant de la question précédente : contrôle insuffisant de la fiabilité du contenu de l'information (conformité et explications) ; pratiques de gouvernance « prêt-à-porter » qu'il génère ; faible nombre de lecteurs des déclarations ; faible qualité des explications fournies en cas de non-conformité...

**(F.-R. B.)** : La faible qualité des explications n'est, encore une fois, pas inhérente au système ; lorsqu'elle s'observe, c'est une dérive de la pratique.

**(J.-C. D.)** : Donc, selon vous, ce n'est pas un défaut du *comply or explain* si les explications fournies ne sont pas parfois à la hauteur ; c'est ce qu'on fait de ce mécanisme qui génère cet effet.

**(F.-R. B.)** : Oui, c'est ce qu'on en fait. Donc, dans une version négative, j'aurais plutôt choisi parmi les deux premiers motifs : contrôle insuffisant de la fiabilité du contenu ou effet « *one size fits all* ». Mais que l'on clarifie : nous ne critiquons pas fondamentalement le principe le *comply or explain*.

**(F. G.)** : En tout cas, on pourrait dire très exactement la même chose d'une norme législative. En conséquence de quoi je ne vois pas en quoi il y aurait des spécificités au *comply or explain*.

**(J.-C. D.)** : Mais là, nous raisonnons spécifiquement sur le *comply or explain*. Je comprends bien que le droit dur aussi peut montrer des faiblesses, ne pas s'avérer efficace éventuellement, être mal appliqué...

**(F. G.)** : Exactement.

**(J.-C. D.)** : En tout cas je constate, et ce sera peut-être simplement là votre réponse, qu'il est assez difficile de se positionner de manière nette sur les bienfaits et les défauts du *comply or explain*, les

réponses dépendant en réalité de considérations diverses comme le type de code applicable, la structure de la société, ou encore l'ambition des acteurs de s'emparer de ce dispositif de manière efficace...

**(F.-R. B.)** : On peut considérer effectivement que la limite de l'approche générale, c'est que la véracité du contenu des déclarations de gouvernance n'est pas absolument garantie, mais encore une fois, il n'y a pas de garde-fou général en la matière s'agissant des sociétés cotées ; on peut mettre en doute la véracité de toutes sortes de choses, même de l'emploi des fonds tels qu'annoncé dans le prospectus. Est-on absolument certain que cela sera employé de telle manière ? La réponse est non. Mais c'est la portée de la publicité qui compte... Le principe de la transparence s'articule autour de son effet disciplinaire. Mais ensuite, il est vrai que plus on en demande, plus l'effet disciplinaire se dilue, car les destinataires sont submergés d'informations, et ils lisent moins... Donc voilà, pour résumer, la véracité de l'information jouit en réalité d'une présomption de par le principe disciplinaire de transparence, même si ce principe peut connaître des limites eu égard à une information qui deviendrait surabondante.

## Restitution d'entretien Deminor

Mercredi 3 mai 2017, 14h00 – 15h00  
Locaux de *Deminor*, Bruxelles

Deux personnes présentes pour Déminor :

**M. Bernard Thuysbaert (B. T.)** : Managing Director

**Mme Stéphanie Kervyn de Meerendré (S. K. M.)** : Senior Legal Consultant

Deux personnes présentes pour le projet :

**M. Jean-Christophe Duhamel (J.-C. D.)** : IGR Lille 2

**M. Ammar Sharkatli (A. S.)** : Docteur en droit, Lille 2, professeur associé à l'EDHEC

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

**(A. S.)** : *Deminor* fait-il partie des *proxys* advisors ? Nous avons bien noté la particularité d'une partie de votre activité, consistant à offrir aux investisseurs des conseils en recouvrement de créances indemnitaires auprès de sociétés. Nous reviendrons sur cet aspect un peu plus tard. S'agissant de votre activité de services plus classique en matière de conseil en gouvernance auprès des actionnaires, pourriez-vous résumer rapidement votre champ d'action ? Vous continuez d'afficher un rôle d'"Assistance lors des assemblées générales et conseils d'administration", et d'émission de "recommandations en termes de gouvernance"... Mais pour autant, visiblement, en 2005, *Deminor* a cédé ses activités dans le domaine du gouvernement d'entreprise à ISS. Pouvez-vous clarifier vos fonctions s'agissant des services que vous fournissez à vos clients investisseurs sur ces questions de gouvernance dans les sociétés cotées ?

**(B. T.)** : *Deminor* est une société qui existe depuis 27 ans. Nous sommes partis du constat que le monde des entreprises avait besoin d'un consultant spécialisé dans le domaine de la gouvernance et des actionnaires. Nous avons alors monté un service qui s'adressait avant tout aux actionnaires de sociétés cotées en bourse mais également des entreprises non cotées. A partir des années 1995, c'est-à-dire à partir de la sortie des premiers codes de gouvernement d'entreprise, nous sommes montés en puissance sur ce créneau et avons commencé à opérer des analyses de manière très systématique de toutes les sociétés cotées en Europe. Nous couvrons alors environ 300 sociétés en Europe, pour lesquelles nous donnions un avis pour chaque proposition de résolution à l'assemblée générale. Il s'agissait de recommandations de vote assorties d'explications. Nous avons vendu ensuite, en 2005, cette activité à notre plus gros concurrent américain, qui est aujourd'hui leader du marché des *proxys*, ISS. Ensuite, nous nous sommes positionnés exclusivement sur le marché du conseil et de l'assistance *ad hoc*, c'est-à-dire sur des demandes spécifiques d'investisseurs. Nous venons par exemple de faire pour un investisseur institutionnel une analyse très précise d'une assemblée générale, en fonction de ses intérêts et questions spécifiques. Donc, nous n'avons plus d'intervention systématique aujourd'hui dans le monde des sociétés cotées, mais uniquement des interventions ponctuelles en fonction des demandes d'actionnaires bien précis, souvent institutionnels, parfois individuels mais assez rarement en réalité. Nous livrons ces conseils et analyses sur la façon dont la société se gouverne. Les sociétés peuvent être françaises, néerlandaises, bref européennes. Cette activité est hébergée dans la société *Deminor SA*, dont le champ d'intervention est international même si l'activité est aujourd'hui centralisée en Belgique. Nous avons également une autre partie des activités qui porte essentiellement sur l'indemnisation du préjudice de l'investisseur, portée par *Deminor Recovery Service*".

Nous intervenons donc dans des sociétés cotées mais parfois aussi les sociétés cotées viennent nous voir pour nous demander ce qu'elles perçoivent comme étant "l'avis le plus sévère du marché". Ces

sociétés souhaitent avoir l'avis de *Deminor* pour pouvoir apprécier leur propre stratégie en matière de gouvernance. Cela les aide parfois, mais il est vrai que cette démarche reste assez rare aujourd'hui et que notre clientèle principale demeure la clientèle d'investisseurs institutionnels. Nous intervenons également dans le champ du secteur non coté, et notamment auprès d'un actionariat familial de sorte à livrer notre expertise en matière de gouvernance, d'équilibrage et d'alignement des actionnaires. Cette intervention dans le secteur non coté concerne aussi, et de plus en plus, les PME où nous essayons d'envisager des solutions de gouvernance, lesquelles n'atteignent pas, bien entendu, la lourdeur et la complexité des structures qui peuvent exister en matière de sociétés cotées. Toutefois, nous sommes bien positionnés en Belgique sur ces questions, vu que la Belgique a été l'un des premiers pays à mettre en œuvre un code de gouvernance spécifiquement pour les PME.

**(J.-C. D.)** : J'ai l'impression que votre *business plan* a fondamentalement évolué à partir de 2005, et que vous faites maintenant du sur-mesure à partir des demandes de vos clients investisseurs. Donc, vous auriez quitté le champ d'une gouvernance que nous, nous avons tendance à qualifier de normative, c'est-à-dire qui figure dans les codes de gouvernement d'entreprise qui a vocation à s'appliquer à un large champ des sociétés cotées. Confirmez-vous notre bonne compréhension des choses ?

**(B. T.)** : Nous étions confrontés, en 2000, à un marché qui était le suivant : nous avions à peu près une cinquantaine de clients institutionnels en Europe, et nous étions en concurrence avec des acteurs américains, deux principalement, qui avaient plus de 1000 clients. La raison était que les investisseurs institutionnels européens étaient fortement hésitant à exercer leurs droits de vote et que notre service avait la particularité d'être extrêmement détaillé, avec des analystes expérimentés qui connaissaient très bien les entreprises et qui donnaient des recommandations qui n'étaient pas du tout standardisées. Et nous étions aussi tout simplement beaucoup plus chers, il faut dire les choses comme elles sont. Nos concurrents avaient une activité centralisée dans la banlieue de Washington, menaient des analyses sur les sociétés allemandes, françaises, hollandaises, etc., tout en ne connaissant aucun des administrateurs ou membres du conseil de surveillance, et donnaient des recommandations aux investisseurs pour les sociétés du monde entier. Notre positionnement concurrentiel était donc très difficile à maintenir. Nous avons essayé de constituer un pôle européen, mais nous n'y sommes pas parvenus parce que les *proxy advises* sont fondamentalement devenus un *commodity*, une marchandise. Donc, la valeur ajoutée de ce type de prestation de services a fortement diminué, ce qui ne laissait plus de place véritable pour une expertise très axées sur une dimension qualitative comme la nôtre. Donc, nous avons finalement décidé de céder notre activité à un de nos concurrents américains, qui nous a fait une proposition "que nous ne pouvions pas refuser".

**(J.-C. D.)** : J'aimerais rebondir précisément sur ce rôle des *proxys*, et en particulier sur cette façon qu'ils ont de travailler et vis-à-vis de laquelle vous vous êtes donc éloignés au milieu des années 2000. Le rôle de ces *proxys*, *pure players* pourrais-je dire, fournissant des conseils ou des évaluations aux investisseurs sur des questions de gouvernance a pu sembler être critiqué lors d'entretiens précédents. Je vous cite la position d'un de nos interlocuteurs, se positionnant allons-nous dire du côté des entreprises cotées : "les *proxy advisors*, à cause de leur modèle économique, ont une vision assez mécanique du *comply or explain*, qui fait que de plus en plus les émetteurs sont obligés de se conformer parce que notamment les *proxy advisors* n'ont pas le temps de s'attacher aux explications et de dialoguer sur elles avec les émetteurs... C'est une question de modèle économique de ces acteurs qui consiste à vendre des recommandations de vote aux investisseurs sur une période extrêmement réduite à des prix très accessibles et donc avec des structures d'analyse de l'information sociétaire légères, ce qui induit donc nécessairement un travail rapide qui ne permet pas la lecture approfondie des explications fournies dans les sociétés ni un véritable dialogue avec les émetteurs". Certes, il s'agit là peut-être d'une vision propre aux sociétés... Mais ce qui étonne, c'est que lors d'un entretien téléphonique avec le représentant d'une des principales organisations de défense des actionnaires

minoritaires en France, la position exprimée était quasiment identique... Que pensez-vous de ces opinions, même sans vous sentir visé à titre particulier... ?

**(B. T.) :** Nous avons créé aux Pays-Bas, entre 2005 et 2010, *Het Governance Platform*, où nous partions en réaction à ce problème relevé dans la citation, avec pour objectif de nouer et entretenir un dialogue avec les grandes entreprises. Nous avons sollicité beaucoup de grandes entreprises en Europe (Alstom, Nestlé, Shell, Siemens, etc.), sélectionnées par les investisseurs néerlandais et en particulier les gérants de fonds de pension. Nous avons mené dans un premier temps des interviews avec les investisseurs sur tous les sujets en matière de gouvernance, d'investissement durable et socialement responsable, et sur la base de cette grille de lecture et des besoins qui en étaient remontés, nous avons discuté pendant des heures avec les entreprises, lesquelles étaient enchantées de ce dialogue. Mais forcément, le nombre de nos interlocuteurs était limité, environ une quinzaine, car le coût facturé pour ce travail était important pour les investisseurs, qui d'ailleurs à un moment donné se sont demandé s'ils pouvaient vraiment justifier auprès de leurs propres épargnants la légitimité de cette dépense qui n'avait pas vocation à créer de la valeur à court-terme. La question fut rapidement posée : mais ne pouvons-nous pas nous limiter à recourir à un *proxy* classique, et à acheter des recommandations standardisées et donc peu cher ? Je pense que les entreprises sont demanderesse d'un dialogue, de la possibilité d'expliquer leurs actions, leurs choix, leurs stratégies, notamment spécifiquement en matière de gouvernance ou de développement durable ; simplement, les investisseurs n'ont pas visiblement l'intention d'investir dans ce genre de démarche.

**(J.-C. D.) :** Et cela, donc, aujourd'hui, vous le constatez encore : tendance globalement court-terme des investisseurs qui n'ont pas forcément l'intention de consacrer beaucoup de fonds à tout ce qui est analyse de la gouvernance... Donc, le côté *box-ticking* de la gouvernance, qui débouche finalement sur une information assez pauvre en ce domaine, a encore de beaux jours devant lui ?

**(B. T.) :** L'analyse de la gouvernance d'entreprise à partir des informations fournies par les sociétés est effectivement devenue un *commodity*, et dans l'esprit commun des investisseurs institutionnels sur les marchés, cela n'a donc pas à coûter grand-chose. Cela témoigne d'ailleurs de la distance qui est prise aujourd'hui avec les droits politiques dans les sociétés cotées. Encore récemment, pour l'anecdote, un investisseur qui possède 3% du capital d'une société cotée aux Pays-Bas nous contactait afin que nous analysions des projets de résolution à l'assemblée générale, puis allions à cette assemblée pour poser des questions intelligentes. Problème : il n'avait même pas pensé aux délais de déclaration de sa participation préalablement à l'assemblée générale, ni à celui du dépôt des procurations pour voter. Bref, le droit des sociétés, qui permet tout de même de faire vivre le processus institutionnel dans l'entreprise et d'organiser l'exercice efficace des droits des actionnaires, lui échappait totalement... Cela révèle que les investisseurs professionnels n'ont globalement pas le réflexe en soit de se dire que s'ils veulent être des investisseurs responsables, cela implique de s'engager davantage dans le dialogue avec les émetteurs, mais aussi dans la connaissance de ses droits pour pouvoir les exercer. Certes, dans un portefeuille composé de 300, 600 ou 1000 valeurs, il va peut-être se passer quelque chose à l'assemblée générale dans seulement vingt sociétés. Mais dans ces sociétés-là, et c'est notre avis chez *Deminor*, il faut siéger et voter en connaissance de cause à l'assemblée générale, et pas uniquement sur la base de recommandations standardisées émanant de personnes qui ne connaissent pas l'entreprise parce qu'ils n'y sont jamais rentrés pour dialoguer avec leurs représentants.

Cela pourrait sembler paradoxal, mais finalement, les investisseurs professionnels les plus actifs aujourd'hui, ce sont les *hedge funds*, alors même qu'ils ont des horizons court-termistes. Ce sont eux qui portent le débat aux assemblées, ce ne sont pas les investisseurs institutionnels classiques qui peuvent avoir des horizons pourtant plus long-terme, même s'il est difficile de faire des généralités. Par exemple, parmi les investisseurs que nous rencontrons via notre initiative *Het Governance Platform* aux Pays-Bas, certains continuent à structurer en interne des départements d'analyse de

gouvernance. Mais il est vrai qu'il s'agit là de gros fonds de pensions qui ont des durées d'investissement longues et témoignent d'une fidélité aux entreprises dans lesquelles ils investissent.

**(A. S.)** : Pouvez-vous dresser un paysage macroscopique de la clientèle des *proxys* positionnés sur les questions de gouvernance dans les sociétés cotées ? Concrètement, en pourcentage, même approximativement, combien d'investisseurs institutionnels ont recours au service de ces *proxys* ? Y a-t-il des différences importantes selon le type d'investisseur institutionnel, de gestionnaire d'actifs ? L'importance du recours aux *proxys* est-elle différente selon les pays et leurs cultures capitalistes spécifiques ?

**(B. T.)** : Aujourd'hui je ne peux plus vraiment vous dresser un profil de client de *proxy*, car nous avons quitté le marché depuis un certain moment. Disons qu'aux Etats-Unis, l'obligation de vote pesant sur les gestionnaires d'actifs implique probablement qu'ils recourent quasiment tous aux services d'un *proxy*. En revanche, pour l'Europe, j'imagine que la situation est beaucoup plus complexe...

**(J.-C. D.)** : Comment peut-on expliquer que les investisseurs institutionnels externalisent auprès de prestataires des questions comme l'évaluation de la gouvernance ? Pourquoi ne parviennent-ils pas à se faire une religion par eux-mêmes sur les pratiques déclarées par les sociétés ? Nous ne sommes pas après tout sur des questions ultra-techniques, surtout avec la grande simplification qu'emporte la technique du *comply or explain* couplée à une présentation sous forme de tableau... Est-ce vraiment un manque de compétence, ou plutôt un manque de volonté ? Approche plus polémique de la question : ne s'agit-il pas pour les gestionnaires d'actifs de montrer à leurs clients investisseurs et épargnants qu'en externalisant auprès de professionnels l'évaluation de la gouvernance des sociétés dans lesquelles ils investissent, ils se préoccupent correctement des fonds placés, ils accomplissent leur devoir fiduciaire de gestion diligente ? Un indice permet en effet de donner une certaine profondeur à cette dernière hypothèse : les clients des *proxys* sont essentiellement des gestionnaires d'actifs, et non des actionnaires individuels qui investissent leur propre argent...

**(B. T.)** : Le devoir fiduciaire du gestionnaire existe de toute façon et est bien présent aujourd'hui. Lorsque nous avons commencé nos activités dans les années 1990, sur un segment donc clairement orienté *proxy*, il existait une opposition terrible dans la plupart des pays européens, où l'idée était de dire : "les gérants d'actifs ne peuvent absolument pas exercer leurs droits d'actionnaire, et ils n'ont pas à la faire". Il faut dire qu'à l'époque, c'est la banque qui voyait d'un mauvais œil que les gestionnaires d'actifs puissent influencer la gestion des entreprises. Donc, nous avons dû nous battre à l'époque pour que ce devoir fiduciaire soit reconnu en Europe, alors qu'il avait été reconnu beaucoup plus vite aux Etats-Unis. Après, la question est de savoir comment exercer ce devoir fiduciaire. Et effectivement, surtout au niveau des gestionnaires, qui travaillent avec une concurrence assez forte au niveau des frais de gestion, le choix fut clairement de considérer les conseils en droit de vote comme des marchandises courantes. La question est simple en réalité : "je dois faire mon travail en tant qu'actionnaire gestionnaire d'actifs, et comment puis-je le faire à des coûts les plus raisonnables qui soient ?". Car il ne faut pas oublier que ce travail, ils sont censés le faire pour toutes les actions détenues, ce qui peut coûter très cher s'ils ont des centaines ou milliers de sociétés en portefeuille... En outre, n'oubliez pas l'effet de la digitalisation, qui permet d'avoir une masse votale importante qui s'exerce en particulier avec le vote à distance : les gestionnaires ont donc des facilités de vote plus importantes aujourd'hui, ont moins d'excuses pour ne pas voter. Cette évolution a aussi eu des effets positifs sur la gouvernance des sociétés, car même si les gestionnaires s'en remettent potentiellement à des recommandations des *proxys* qui pourraient être éloignées de la réalité de l'entreprise et de sa propre culture de gouvernance, le simple fait que l'actionnaire s'empare de ses droits est tout de même positif. Et sans le système des *proxys* et le caractère raisonnable des coûts de gestion induits, cette implication plus importante n'aurait pas eu lieu. Je ne condamne donc pas du tout le système des *proxys*, car il a permis tout de même de faire avancer beaucoup de choses.

**(A. S.)** : S'agissant spécifiquement de l'usage que vous pourriez faire ou qu'un *proxy* classique pourrait faire du *comply or explain* dans le cadre des prestations servies aux clients investisseurs :

- Les déclarations de conformité au code de gouvernance émises par les sociétés dans lesquelles investissent les clients sont-elles consultées tous les ans ?
- L'évolution de ces déclarations est-elle contrôlée d'année en année, et comment ?

**(B. T.)** : N'étant plus *proxy*, une fois de plus, je ne peux plus vraiment répondre à cette question. Comme nous travaillons vraiment *ad hoc* aujourd'hui, on ne peut pas décrire les pratiques de manière générale. Ce que l'on peut dire, c'est que nos clients et nous même regardons toute l'information, donc également les déclarations de conformité aux pratiques de gouvernance.

**(A. S.)** : Comment les déclarations de gouvernance influencent-elles l'exercice des droits de vote en assemblée générale d'une société dans laquelle un de vos clients est impliqué ?

**(B. T.)** : J'imagine que si les points à l'ordre du jour de l'assemblée générale ne sont pas liés à ces questions spécifiques de gouvernance, je ne vois pas en quoi ce genre d'information pourrait impacter les votes à l'assemblée... Après, certains investisseurs ont défini très clairement leurs exigences, et à ce moment-là, peuvent regarder l'ensemble du rapport annuel et quel que soit l'ordre du jour, vont venir à l'assemblée générale avec ce sujet et par exemple refuseront de voter une décharge aux administrateurs ou s'abstiendront pour montrer le cas échéant qu'ils ne sont pas entendus sur certains points de gouvernance. Parfois, ces demandes d'investisseurs sont assez mathématiques, et peuvent porter sur des proportions d'administrateurs indépendants aux conseils d'administration. Mais c'est vrai que la difficulté apparaît lorsque vous vendez des recommandations standardisées, vous pouvez difficilement faire du sur-mesure et donner à vos clients des recommandations spécifiques par rapport à leurs demandes ou besoins précis.

**(J.-C. D.)** : L'aspect recouvrement d'indemnisation me semble particulièrement intéressant dans l'activité de *Deminor*... Vous écrivez sur votre site : "Nous aidons les investisseurs, où qu'ils se trouvent dans le monde, à recouvrer leurs pertes sur investissements subies à la suite d'une mauvaise gestion au sein d'une société, d'un abus de marché, d'une violation du droit des sociétés ou du droit financier, d'une faillite ou d'un redressement judiciaire, d'une fraude en matière d'investissement ou de situations comparables". Pourrait-on imaginer une action de la part de votre groupe, pour défendre des investisseurs qui se sentiraient trompés par des informations relatives à la gouvernance d'entreprise ? Vous évoquez après tout l'"abus de marché", ce qui correspond tout à fait à l'information trompeuse délivrée à l'investisseur sur les marchés... Cela aurait-il un sens d'intenter de telles démarches de recouvrement d'indemnisation, par exemple dans l'hypothèse où un décalage existerait entre la gouvernance affichée par la société (et sa conformité à un code en particulier), et de mauvaises décisions prises qui traduiraient une mauvaise gouvernance ? Il y aurait contradiction entre le caractère rassurant de l'information sur la gouvernance transmise par la société, et les pratiques décisionnelles réellement mises en œuvre... Il suffit de penser par exemple à l'affaire Enron : une excellente gouvernance déclarée, et un *business* très risqué derrière et non transparent. Ce qui trompe l'investisseur ici, ce n'est pas ce qui est caché, mais bien plus les déclarations de conformité aux meilleures pratiques...

**(B. T.)** : Effectivement ce genre d'intervention est un des sujets auquel nous nous confrontons de manière permanente depuis plusieurs années. Beaucoup d'investisseurs nous font confiance dans le monde entier s'agissant des questions d'informations trompeuses. Souvent l'information en cause est ceci étant de nature financière : bilan, comptes... Mais la question des informations trompeuses spécifiquement en matière de gouvernance fait partie d'un tout. Par exemple, nous sommes actuellement dans une affaire de réalisation d'un risque industriel et environnemental lié à de fausses informations données par la société quant aux taux d'émissions polluantes de ses produits commercialisés. Cette information spécifique de nature industrielle rejait forcément sur la sincérité



de l'information donnée par la société en matière environnementale, et aussi sur celle donnée en matière de gouvernance. Le conseil d'administration était-il au courant de la situation, de ce risque ? Si non, cela ne révèle-t-il pas un problème de gouvernance ? Si oui, cela ne révèle-t-il pas un problème de gouvernance également ? Dans ce genre de dossiers, nous soulevons fréquemment les problèmes de gouvernance incidents. Pour vous donner un exemple, nous avons participé voici trois ans à l'assemblée générale d'une grande société française du CAC 40. Lors de cette assemblée générale, nous avons posé une question au conseil d'administration, lequel n'était pas au courant du dossier dont nous parlions alors que le responsable en charge de cette affaire nous avait dit que cette information était remontée au conseil... Cette question, qui entrait dans un contexte de participations croisées de notre client, a donc donné lieu à un débat sur la gouvernance. Les administrateurs se sont rendus compte que le système interne de remontée d'informations au conseil, lequel était pourtant décrit de manière kilométrique dans le rapport annuel et présenté comme efficace, si ce n'est optimal, n'était pas bon. Ce problème majeur de la remontée d'informations au conseil n'avait pas été soulevé au plus haut niveau. Nous n'avions absolument pas imaginé que le conseil d'administration, au plus haut niveau, n'était pas au courant des préoccupations de notre client, qui était pourtant une entreprise publique importante.

**(J.-C. D.)** : Et ce genre de situation serait-il assez répandu selon-vous ? Ou en tout cas plus répandu qu'on ne l'imagine ?

**(B. T.)** : Bien sûr ! Tout simplement parce que ces informations dans les rapports, qui décrivent les structures de gouvernance, l'organisation des contrôles par les administrateurs, par les membres des comités du conseil, tout cela est écrit sur du papier uniquement... Les personnes qui rédigent les rapports de gouvernance et les déclarations de conformité aux recommandations ne sont pas de toute façon dans ces structures de gouvernance, conseils ou comités, et je ne suis même pas sûr que les administrateurs lisent ces rapports...

**(J.-C. D.)** : Le *comply or explain* est-il un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise ? Plus précisément, pensez-vous qu'une société cherche à mettre en avant ses valeurs éthiques lorsqu'elle communique par le biais du *comply or explain*, y compris lorsqu'elle explique sa non-conformité ?

**(S. K. M.)** : Oui, moi je dirais oui. C'est un produit de com'. C'est clairement un produit marketing.

**(J.-C. D.)** : Ah bon ? Un produit marketing et de communication ?

**(B. T.)** : Bien sûr ! Bien sûr !

**(J.-C. D.)** : Qu'on se comprenne bien. Je parle d'outil qui participe d'une stratégie de communication.

**(B. T.)** : Pour une entreprise, tout ce travail que représente la communication en matière de gouvernance mais également en matière de responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise, intègre en général aujourd'hui une dimension de promotion et de communication marketing. Un certain nombre de grandes entreprises éditent aujourd'hui des brochures supplémentaires, à côté du rapport annuel, pour vanter leur action dans tel ou tel domaine.

**(J.-C. D.)** : Mais vous, lorsque vous devez faire de l'analyse objective pour vos clients, sur des questions de gouvernance, vous méfiez-vous de ce genre d'information promotionnelle... ? Vous vous dites alors : nous devons aller voir au-delà, parce que là, c'est du marketing...

**(B. T.)** : C'est évident que nous, nous allons au-delà de ce type d'information. Je vais vous donner un exemple : la société en Belgique qui avait la meilleure cote de toutes les agences de *proxy* en matière de gouvernance était Fortis...

**(J.-C. D.)** : On pourrait aussi citer Enron, qui avait été primée pour sa gouvernance un peu avant sa chute...

**(B. T.)** : Et la raison pour laquelle Fortis était si bien placée, résidait dans la composition de son conseil d'administration, diversifié du point de vue du genre, de l'ouverture internationale, de l'expérience des administrateurs, etc. Le problème était simplement qu'aucune de ces personnes ne comprenait ce que la banque faisait réellement ! Tout ce qui est exposition sur produits dérivés, produits structurés, n'était pas compris par le conseil.

**(J.-C. D.)** : C'est un excellent exemple du décalage qui peut exister entre des déclarations formelles de gouvernance et la réalité des pratiques qui existent derrière. Il serait alors dangereux de s'en tenir à ce genre d'informations, et il nous a semblé que pourtant, beaucoup d'acteurs sur les marchés s'en tenaient à ce genre d'informations.

**(B. T.)** : Tant que le dialogue ne s'organise pas avec les représentants des sociétés, en dehors du moment court et formel du vote à l'assemblée générale, effectivement, il faut accepter de ne pas avoir une bonne maîtrise des choses, une vue complète et pertinente de la gestion de la société.

**(J.-C. D.)** : Alors finalement, ce genre d'information ne sert-il pas davantage à nourrir une sorte de confiance régulière envers la société, dans la mesure où cette confiance ne se bâtit pas sur des connaissances acquises à force de rencontres et de discussions avec la société ?

**(B. T.)** : C'est un peu exagéré tout de même. Lorsque *Deminor* a débuté, nous allions dans certaines assemblées générales, avec pour point inscrit à l'ordre du jour : nomination des administrateurs, mais nous n'avions même pas parfois d'information sur les candidats ! Mais maintenant, nous sommes passés à une autre époque, où l'on n'imaginerait pas un manque de transparence sur ce type de question. Mais c'est vrai que nous sommes peut-être arrivés à un autre extrême aujourd'hui : les rapports sont tellement longs, les informations tellement abondantes, qu'on en oublie peut-être l'essentiel. Et l'essentiel, c'est le débat, débat toujours actuellement largement absent des assemblées générales annuelles, et que beaucoup d'investisseurs ne prennent pas la peine de nouer en amont.

**(J.-C. D.)** : Selon vous, les mauvaises performances économiques et financières des sociétés pourraient-elles influencer les déclarations de gouvernance ?

**(B. T.)** : Lorsqu'une société n'est pas bonne en gouvernance, en général elle n'est pas très bonne en communication. Après, vous pouvez tout à fait avoir des sociétés mauvaises en gouvernance, avec un dictateur, mais un dictateur éclairé, et de très bonnes performances...

**(J.-C. D.)** : D'ailleurs, on nous a souvent mis en avant le principe "*comply or perform*", qui primerait le principe "*comply or explain*".

**(B. T.)** : Nos clients historiques, qui sont des fonds de pension, ou des investisseurs plutôt long-terme, estiment que la gouvernance relève avant tout de l'analyse de risques. Car même si la société est très performante, et que les choses se passent bien, si la structure de gouvernance n'est pas bonne, l'avenir est plus risqué. Par exemple, cette situation se présente parfois avec les entreprises familiales cotées, très performantes mais avec un pouvoir centralisé par le dirigeant historique, parfois également fondateur de l'entreprise. Lorsque l'âge du fondateur devient avancé, cette situation génère des risques importants ; et les investisseurs ne sont plus dans cet état d'esprit où ils accepteraient tout en termes de gouvernance, sous prétexte de bonne performance ; la gouvernance doit au moins offrir une certaine protection contre les risques liés aux modalités d'exercice du pouvoir.

**(J.-C. D.)** : Le *comply or explain* est-il un mécanisme qui contribue à standardiser la gouvernance des grandes sociétés cotées ou au contraire qui permet à chaque société de s'émanciper d'un modèle de gouvernance prêt-à-porter ? C'est la question ici paradoxale du "*one-size-fits-all*", que le *comply or explain* est censé éloigner, mais qu'il réalise en réalité. Le modèle de gouvernance stéréotypé, c'est celui du code, eu égard aux très forts taux de conformité à l'aune de l'ensemble des critères du code ! La technique déclarative de conformité aux bonnes pratiques n'aboutit-elle pas mécaniquement au conformisme, en empêchant les sociétés d'assumer une culture d'entreprise singulière ?

**(B. T.)** : La convergence est une réalité. Ce paradoxe apparent est là depuis toujours. Les premiers codes étaient très légers, et le *comply or explain* dès le départ innervait leur mise en œuvre. Aujourd'hui, les recommandations figurant dans les codes sont devenues de plus en plus détaillées, et donc la conformité est devenue elle aussi, par contre coup, de plus en plus répandue. D'où l'impression d'une très large conformité actuellement, mais qui a en fait toujours existé. En outre, pour la France, les codes proviennent des entreprises elles-mêmes, au travers de leurs représentants. Donc, le code est un consensus de place, ce qui ne rend pas illogique le large mouvement d'adhésion aux principes qu'il contient. Après, si on posait la question aux administrateurs en Europe, de savoir s'ils souhaiteraient un allègement des obligations d'information pour revenir aux données essentielles, ils vous répondraient pour beaucoup "oui". Mais c'est très difficile d'opérer un retour en arrière, et il n'est pas certain non plus que cela soit souhaitable... Sur de nombreux sujets de gouvernance, de par l'effet de la transparence, les choses ont tout de même bien progressé. Pour nous, les meilleures sociétés, en termes de communication, sont celles qui disent, "*I do not comply*", et qui derrière fournissent une belle explication. Ce sont vraiment ces démarches-là qui nous intéressent, parce que ce sont elles qui nous sont les plus utiles. Mais il est vrai cependant que la plupart des recommandations des codes portent sur de bons sujets, recommandations avec lesquelles il est difficile de ne pas être d'accord, et donc, quelque part, d'être non conforme. De forts taux de déviation ne sont donc pas vraiment imaginables, car cela signifierait que cette culture d'entreprise singulière que vous évoquez rimerait avec une faible diversité, une faible indépendance des membres du conseil... Les explications fournies risqueraient de ne pas être bien convaincantes. Et si ce type de recommandations a été promu, c'est bien parce que les objectifs souhaitables qu'elles intègrent ne se réalisaient pas naturellement seuls.

**Restitution d'entretien**  
**Haut Comité de Gouvernement d'entreprise (HCGE)**

Mardi 4 avril 2017, 10h00 – 12h00

Locaux du MEDEF, Paris

Une personne présente pour le HCGE :

M. Pascal Durand-Barthez (**P. D.-B.**) : secrétaire général du HCGE

Deux personnes présentes pour le projet :

Jean-Christophe Duhamel (**J.-C. D.**) : IGR Lille 2

Ammar Sharkatli (**A. S.**) : Docteur en droit, Lille 2, professeur associé à l'EDHEC

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

**(J.-C. D.)** : Le HCGE apprécie-t-il la qualité de la communication en matière de gouvernance d'entreprise ou contrôle-t-il la réalité des pratiques de gouvernance déclarées par les sociétés ? Selon nous, au terme de la lecture de vos rapports, il est absolument évident que vous appréciez la qualité de la communication. Vous nous confirmez notre appréciation ?

**(P. D.-B.)** : Nous ne disposons pas de pouvoir d'enquête, voire de perquisition dans les entreprises. Donc, on ne peut vérifier la véracité, ce qui impliquerait d'aller consulter des documents confidentiels de l'entreprise. Nous travaillons évidemment à partir du déclaratif et de ce que les sociétés publient dès lors qu'elles décident de se rattacher au code AFEP-MEDEF. Je vous rappelle que dans le système français, la référence au code AFEP-MEDEF est "volontaire", et qu'elle concerne d'après une étude de l'AMF voici 2 ans 214 sociétés, sur une analyse qui portait à l'époque sur 490 sociétés, sachant qu'il y a à peu près 800 sociétés cotées sur Euronext. Donc, plus de 200 sociétés nous concernent de par leur rattachement au code AFEP-MEDEF.

**(J.-C. D.)** : Lesquelles correspondent donc à peu près au compartiment A...

**(P. D.-B.)** : Oui à peu près. Nous regardons systématiquement les sociétés du SBF 120 faisant référence au code AFEP-MEDEF. Ce qui exclut les sociétés qui ne sont pas françaises, et les quelques sociétés du SBF 120 qui font référence au code MiddleNext. Nous regardons cela systématiquement et cela donne le rapport que vous lisez. Nous regardons également certains documents de référence issus des sociétés qui ne sont pas dans le SBF 120 et qui font référence au code AFEP-MEDEF. Tous les ans, nous descendons ainsi un peu plus bas dans la capitalisation boursière des sociétés figurant à l'indice CAC All Tradable, c'est-à-dire l'ancien SBF 250. Nous regardons également des choses plus ponctuelles, à savoir des projets de résolutions présentés en assemblée générale et concernés par les recommandations de gouvernance. Précisément, il s'agit des résolutions, jusqu'à cette année, ayant trait au *say on pay* (mais pour la dernière année en raison de la réforme portée par la loi Sapin 2), et d'autre part, des résolutions touchant aux autorisations d'émission d'actions corrélatives à des attributions d'options ou d'actions gratuites, une recommandation du code AFEP-MEDEF prévoyant un sous-plafond d'attribution pour les dirigeants sociaux. Nous vérifions tout cela car c'est une question de conformité au code.

**(J.-C. D.)** : Trouvez-vous regrettable que les sociétés qui font le choix de migrer vers Alternext ne soient pas soumises à l'obligation de livrer des informations en matière de gouvernance d'entreprise, ce qui peut tout de même parfois concerner des capitalisations assez importantes... ?

**(P. D.-B.)** : Je ne me suis jamais posé la question en ces termes, et je n'ai jamais observé un mouvement de " migration vers Alternext ".

Il semble clair que le code AFEP-MEDEF est adapté aux grandes sociétés et pas nécessairement à toutes les sociétés : par exemple, on ne peut pas imposer trois comités à une société qui a un conseil de cinq personnes. Si on parle de MiddleNext, qui impose aux sociétés qui y font référence de publier un rapport sur la gouvernance, nous ne sommes absolument pas dans une position où l'on pourrait imaginer que le Haut Comité soit déçu lorsqu'une société préfère faire référence au code MiddleNext plutôt qu'au code AFEP-MEDEF. Il nous arrive même régulièrement d'écrire à des sociétés en leur disant que nous avons constaté qu'il y a quand même un nombre important de déviations par rapport au code, et qu'elles devraient apprécier si le code MiddleNext ne serait pas mieux adapté à leurs taille et moyens.

**(J.-C. D.)** : Mais effectivement vous ne feriez pas cela avec une grosse société, une société du CAC 40 par exemple.

**(P. D.-B.)** : Non, bien sûr que non.

**(J.-C. D.)** : Et vous constatez donc parfois l'inadéquation entre le code AFEP-MEDEF, lequel il est vrai est assez dense, et ce qu'est capable et prête à dépenser en termes d'énergie et de moyens une société. Il n'y a donc pas un effet de chauvinisme si l'on peut dire, de la part du HCGE, qui chercherait à promouvoir le code AFEP-MEDEF, mais une approche réaliste de l'adéquation du code aux moyens des entreprises concernées...

Et pour revenir sur cette question de la distinction entre contrôle de la qualité de la communication et contrôle de la véracité des informations. Ne regrettez-vous pas finalement que cette information relative à la gouvernance ne soit pas contrôlée, que la véracité de cette information ne soit jamais contrôlée si ce n'est, en interne, par le conseil d'administration mais qui en est juridiquement l'auteur... ?

**(P. D.-B.)** : Comment ? Alors vous pensez qu'on pourrait envoyer un corps de police perquisitionner dans l'entreprise ?

**(J.-C. D.)** : On aurait pu penser à des auditeurs...

**(P. D.-B.)** : Des consultants extérieurs indépendants... ? Indépendants oui, mais qui seraient payés par qui... ?

**(J.-C. D.)** : Alors vous pensez qu'il ne peut pas y avoir d'indépendance en la matière dès lors que vous payez un prestataire externe chargé d'évaluer votre gouvernance ?

**(P. D.-B.)** : Si je suis votre raisonnement, cela consisterait à dire que nous demanderions à la société de payer des gens indépendants pour contrôler la véracité de leur information, c'est-à-dire en somme comme des commissaires aux comptes...

**(J.-C. D.)** : Oui, on pourrait théoriquement l'imaginer. Ils sont indépendants les commissaires aux comptes, rassurez-moi...

**(P. D.-B.)** : Oui, bien sûr...

**(J.-C. D.)** : Et ils sont payés par l'entreprise pourtant...

**(P. D.-B.)** : Oui, mais tout ce que je voulais dire, c'est que cela correspond à une charge supplémentaire que devrait assumer l'entreprise, pour instituer un contrôle supplémentaire en sus de celui des

commissaires aux comptes (qui font un rapport sur le rapport du président, vérifient selon l'art. L. 823-10 la sincérité des informations du rapport de gestion et celles remises aux actionnaires, notamment en matière de rémunérations), des administrateurs indépendants, des représentants du comité d'entreprise, un contrôleur des contrôleurs en somme ...

**(J.-C. D.) :** Mais si l'on s'adresse à des sociétés du CAC 40 ou du SBF 120, c'est tout de même abordable financièrement ce genre de charge... La question essentielle est : est-ce souhaitable selon vous ? On part tout de même d'un constat : la véracité de l'information en matière de gouvernance d'entreprise, actuellement, n'est pas contrôlée. L'AMF ne le fait pas, vous ne le faites pas, les auditeurs ne le font pas. Un luxe de détails et d'énergie est dépensé à ce genre d'information, lesquelles demeurent toutefois dans une dimension déclarative et unilatérale.

**(P. D.-B.) :** Donc vous suggérez une sorte de certification en matière de gouvernance ?

**(J.-C. D.) :** Le degré technique de la certification ne s'imposerait peut-être pas en la matière, mais en tout cas un audit.

**(P. D.-B.) :** Donc, il s'agirait d'organiser un audit, sur des questions relativement simples, pour savoir dans quelle mesure les sociétés mentent ?

**(J.-C. D.) :** Entre le mensonge et l'hyperbole, il y a tout de même une différence, mais par exemple, il s'agirait de savoir si le taux de réunions du conseil est véritablement celui annoncé, le taux de présence des administrateurs, les délais d'envoi des documents aux administrateurs avant le conseil...

**(P. D.-B.) :** Mais c'est dramatique ce que vous dites là...

**(J.-C. D.) :** C'est une question ouverte sur laquelle je vous interroge et pour laquelle je n'ai pas de religion.

**(P. D.-B.) :** Si la société par exemple mentait sur le nombre de réunions du CA, il y aurait forcément un administrateur à qui cela ne plairait pas et qui finirait pas démissionner...

**(J.-C. D.) :** Je comprends bien cette remarque, mais là n'est pas la question. L'AMF stigmatise tous les ans des sociétés qui ne déclarent pas leur non-conformité au code de gouvernement d'entreprise. Juridiquement, on peut qualifier cela de fausse information. On se dit juste alors : cela peut être pertinent qu'une sorte d'audit, évidemment modéré parce qu'on n'est pas sur des questions qui peuvent toujours faire l'objet d'appréciations objectives, vienne dire : "Eh bien voilà, nous identifions une incohérence entre les informations que vous livrez et ce que nous avons constaté en interne chez vous...". Quelle est votre position sur cette perspective ?

**(P. D.-B.) :** Cela me semble témoigner d'une suspicion généralisée, dramatique en réalité. Donc, non merci ! Après, en termes de communication, nous intervenons tout de même régulièrement sur les incohérences ; lorsque certaines sociétés font des déclarations de conformité générale, alors que la description de leurs pratiques révèle des écarts par rapport au Code, nous leur écrivons pour relever ces constats. Cela sans préjudice de l'intervention de l'AMF qui peut stigmatiser, voire sanctionner les fausses informations.

**(J.-C. D.) :** J'entends bien, c'est tout à fait là votre rôle. La question était de savoir, si en amont, et vous l'avez très bien compris, des mesures d'investigation devaient être diligentées pour fiabiliser les informations communiquées, pour révéler des non-dits...

**(P. D.-B.)** : Mais il faut aussi relever que la transparence en la matière n'est pas non plus obligatoirement une vertu ; elle génère un certain nombre d'inconvénients bien connus comme par exemple en matière de rémunérations. L'effet de la transparence sur l'augmentation des rémunérations qui choque l'opinion publique est établi.

**(J.-C. D.)** : Votre remarque m'évoque tout à fait cette citation de Daniel Soulez Larivière : "La transparence n'est pas une vertu, c'est un outil au service de la vertu, autant que le secret".

**(P. D.-B.)** : Je partage cette opinion effectivement. Le Haut Comité sert à améliorer l'information communiquée, même si nous n'avons pas encore fait une analyse de l'effet de nos recommandations et remarques sur l'amélioration des rapports d'année en année, mais nous constatons tous les ans en pourcentage de conformité au code que les choses s'améliorent. Les pourcentages sont plus élevés.

**(J.-C. D.)** : Le pourcentage de conformité de toute façon n'est pas un bienfait en tant que tel. Ce qui importe précisément ce n'est pas que la société soit conforme ou non conforme, mais qu'elle livre des informations claires sur sa propre culture d'entreprise, en dehors d'un exercice formel de mise en conformité au code. C'est cela qui est vertueux. L'important est de convaincre sur sa propre culture d'entreprise.

**(A. S.)** : Parfois, vous relevez une contradiction dans le document de référence, mais vous n'allez jamais plus loin ?

**(P. D.-B.)** : Nous avons un dialogue avec les émetteurs. Le rôle du Haut Comité est double : un rôle d'interprétation et de consultation et celui des interventions en auto-saisines. Outre les nombreuses lettres que nous adressons chaque année aux sociétés pour leur signaler des points de non-conformité au code, les sociétés nous consultent. Elles disent : "Nous souhaitons faire ceci ou cela, à votre avis, est-ce conforme au code ?". Nous avons donc bien entendu tout au long de l'année des contacts en amont et progressivement d'ailleurs nous avons constaté que nous passions de plus en plus de contacts formels - le président du conseil administration envoie une lettre au président du Haut Comité en lui demandant si une pratique développée par la société est conforme ou pas au code - à des contacts informels, généralement avec moi-même, ou avec les directions juridiques de l'AFEP et du MEDEF. Les rédacteurs des informations émises par les sociétés nous demandent si telle ou telle pratique est conforme ou pas ; faut-il dire telle chose ou non ? Est-ce secondaire ou pas ? Donc, là, c'est très clairement un rôle d'amélioration des pratiques de gouvernance que nous jouons...

**(J.-C. D.)** : C'est donc un rôle de partenaire que vous assumez. Et d'ailleurs, M. Ranque, votre président, a déclaré lors de la création du Haut Comité, que vous deviez jouer davantage le rôle d'"éducateur" que de "gendarme".

Je passe à un autre aspect des choses parce que le temps file malheureusement à une vitesse incroyable.

Le lien de filiation entre le code de gouvernance appliqué par les plus grandes sociétés cotées avec l'AFEP – MEDEF est-il vraiment satisfaisant ? Cette spécificité française a été soulignée par l'AMF en mars 2016. Vous écrivez dans votre dernier rapport d'octobre 2016 : "Il convient de souligner que les associations [AFEP-MEDEF] gardent la maîtrise de la rédaction, ce qui présente l'avantage d'assurer une meilleure adéquation des prescriptions du Code au bon fonctionnement de l'entreprise. Le rôle du Haut Comité, majoritairement composé de dirigeants ou anciens dirigeants de groupes internationaux, s'inscrit dans la même démarche". Cela signifie-t-il alors, par exemple, que le code allemand, issu d'une instance fédérale paritaire, assurerait une moins bonne "adéquation des prescriptions du Code au bon fonctionnement de l'entreprise" ? L'estampille AFEP-MEDEF n'est-elle pas dommageable, là où dans des nombreux pays européens, on évoque un code national, et pas associatif... (Ex : *The UK corporate governance code ; Deutscher Corporate Governance Kodex*).

Ne pourrait-on pas un jour imaginer avoir le "Code français de gouvernement d'entreprise", même si le législateur est lui-même à la source de cette situation dans la mesure où le texte légal vise un code émanant "d'organisations représentatives d'entreprises"...

**(P. D.-B.)** : La première partie de votre question, c'est-à-dire la comparaison avec la gouvernance notamment allemande, implique de rappeler que la gouvernance des grandes sociétés en Allemagne est quelque chose de complètement différent de celle qui prévaut en France. Elle est quand même dominée par le fait que les conseils de surveillance en Allemagne sont composés dans les grandes sociétés d'une moitié de représentants salariés. Donc la gouvernance y est quelque chose de complètement différent. J'étais membre du conseil de surveillance d'une société allemande d'assez grande taille pendant une dizaine d'années, et je vous prie de croire que cela n'a absolument rien à voir. Ce n'est pas du tout la même chose. Si vous regardez le code allemand de gouvernance, il est beaucoup moins nourri que le nôtre, notamment sur les rémunérations.

**(J.-C. D.)** : On retrouve tout de même les grandes thématiques de la gouvernance.

**(P. D.-B.)** : Bien sûr, on retrouve les thématiques de l'OCDE, qu'on trouve dans environ 150 pays du monde... Même en Chine et en Russie, puisque le G20 a adhéré aux principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE. Donc, on est dans le très général. Le code AFEP-MEDEF est beaucoup plus détaillé que le code allemand. Quant au FRC britannique, c'est l'émanation de la City. Le principal moteur dans le FRC, ce sont les auditeurs, les *big four*.

**(J.-C. D.)** : Mais s'agissant plus précisément des auteurs des codes, au-delà des cultures de gouvernance caractéristiques de chaque pays. En Allemagne, c'est très clair. Vous avez des représentants de l'Etat, des syndicats salariés, des actionnaires minoritaires, des syndicats d'entreprises... C'est un vrai paritarisme. Lorsqu'on compare la chose à la situation française, même si des efforts nets ont été faits en termes de consultation pour l'élaboration de nouvelles recommandations, le code reste tout de même l'émanation des représentants des entreprises françaises ; du coup, dans la conscience collective, on pourrait se dire que les entreprises produisent leur propre code auquel elles se proposent de se soumettre. Cela ne génère-t-il pas alors un effet négatif dans les esprits ? L'AMF semble le regretter, en tout cas elle relève cette spécificité en Europe... A terme envisagez-vous d'institutionnaliser de manière plus claire la présence des différentes parties prenantes à l'entreprise ?

**(P. D.-B.)** : Ce sont deux questions distinctes. S'agissant de la rédaction du code, la plume est tenue par les entreprises, mais chaque fois qu'il y a une révision, ce document est tellement public, que je ne vois pas quelle voix ne peut pas être entendue au moment de la révision du code. La dernière révision a fait l'objet d'une consultation publique dont la synthèse a été établie par un professeur de droit et publiée. Cela revient donc au même. Le fait que cela soit rédigé par des représentants des entreprises, cela permet d'avoir des principes plus réalistes et mieux appliqués par les entreprises parce qu'ils proviennent d'elles-mêmes, que par exemple des principes qui pourraient être édictés par la loi, lorsqu'elle intervient sur les mêmes domaines.

**(J.-C. D.)** : Qualitativement, trouvez-vous que le code français est meilleur que le code allemand ?

**(P. D.-B.)** : Les modèles de gouvernance sous-jacents sont différents. Ce qui va bien pour les français ne va pas forcément bien pour d'autres pays. Les comparaisons entre codes sont difficiles à mener. Et c'est la même chose s'agissant du code britannique.

**(A. S.)** : Finalement, le fait que le code AFEP-MEDEF cohabite avec le code MiddleNext, permet à certaines sociétés d'échapper au premier en se rattachant au second, et cela limite le rôle du Haut Comité vis-à-vis de ces sociétés. Qu'en pensez-vous ?



**(P. D.-B.)** : Il ne s'agit pas pour les sociétés "d'échapper" à telle ou telle contrainte néfaste. Le principe de la *soft law* est assez élémentaire. Les dispositions de la *soft law* correspondent à un consensus mondial aujourd'hui, sur les règles de bonne gouvernance. On considère que les sociétés sont mieux gouvernées si elles ont des administrateurs indépendants, et si un conseil d'administration a des comités, etc. Donc l'investisseur ou le "financeur", terme qui commence à se répandre aujourd'hui, lequel est à l'extérieur de la société et donc ne la connaît pas, se dit simplement que si la société est conforme à ces règles qui, à tort ou à raison, correspondent à un consensus sur la bonne gouvernance, va accepter de placer son argent sur cette entreprise.

**(J.-C. D.)** : Donc, la gouvernance, c'est vraiment la confiance. Susciter, générer la confiance.

**(P. D.-B.)** : Effectivement, je suscite la confiance des investisseurs sur mon mode de gouvernance.

**(J.-C. D.)** : Donc, cela, c'est un élément fondamental selon vous.

**(P. D.-B.)** : Eh bien, vous en voyez d'autres ?

**(J.-C. D.)** : Mais on pourrait tout à fait imaginer confronter au concept de confiance celui de connaissance. La gouvernance générerait davantage de confiance que de connaissance en réalité.

**(P. D.-B.)** : La bonne gouvernance génère la confiance. Les sociétés qui ne se conforment pas à un code de gouvernement d'entreprise, et c'est tant pis pour elles, ne bénéficient pas de cet élément qui, à tort ou à raison, donne à l'extérieur, c'est-à-dire à l'ensemble des parties prenantes et au premier chef aux investisseurs, la confiance dans la façon dont elles sont gouvernées.

**(J.-C. D.)** : Pourquoi dites-vous "à tort ou à raison" ?

**(P. D.-B.)** : Eh bien parce que jusqu'ici les économistes n'ont pas montré de corrélation nette et définitive entre certaines règles de gouvernance comme la présence d'administrateurs indépendants et la performance de la société, c'est d'ailleurs la raison pour laquelle je voudrais revenir sur ce que vous disiez tout à l'heure. Si on commence à faire des audits sur la gouvernance, on introduit de la rigidité dans une matière qui par définition est souple. Une bonne gouvernance est celle qui aboutit à ce que la société fonctionne bien, pour l'ensemble de ses parties prenantes. Plus on réglemente, plus on arrive au système de *box-ticking*.

**(J.-C. D.)** : Aux termes de vos propos, ressort tout de même quelque chose de fondamental : on a vraiment l'impression qu'avec la gouvernance et l'information en matière de gouvernance on se situe sur de la communication.

**(P. D.-B.)** : Il y a la communication sur la gouvernance. Mais la gouvernance ce n'est pas la communication.

**(J.-C. D.)** : Mais aux termes de ce que vous dites, on est tout de même dans l'hypothèse où la société va appliquer les préceptes du code parce qu'elle souhaite montrer *ubi et orbi* qu'elle s'y rattache et s'y conforme, de sorte à générer de la confiance. On se situe tout de même assez sur des mécanismes de communication, plus que d'information.

**(P. D.-B.)** : La gouvernance, c'est le système par lequel les entreprises sont dirigées, et la répartition du pouvoir, reportez-vous par exemple au rôle du conseil d'administration : définition des orientations stratégiques de la société, contrôle de leur mise en œuvre. C'est cela la gouvernance.

**(J.-C. D.) :** Mais la loi était suffisante alors, vu que ce rôle est posé par le Code de commerce...

**(P. D.-B.) :** Mais le droit des sociétés est là pour protéger les tiers, parties prenantes à l'entreprise. Le code de gouvernance vient compléter cette démarche, notamment et principalement en permettant à cette catégorie de parties prenantes que sont les investisseurs d'avoir confiance dans le respect de règles de gouvernance qui font l'objet d'un consensus.

**(J.-C. D.) :** Vous écrivez dans votre dernier rapport annuel une phrase pouvant sembler étrange : "Tout en respectant de part et d'autre la confidentialité de leurs interventions auprès des sociétés, le Haut Comité et l'Autorité des Marchés Financiers ont poursuivi leurs contacts informels afin de s'assurer de la cohérence de leurs positions respectives". Mais pourquoi devrait-il y avoir une cohérence des positions entre deux acteurs n'assumant pas les mêmes missions, l'un auprès des investisseurs et du fonctionnement des marchés, l'autre auprès des émetteurs ? L'aspect gendarme du régulateur est pleinement assumé, alors que le HCGE se positionne en apparence bien plus sur l'aspect conseil, partenariat, accompagnement des émetteurs. Il suffit de constater par exemple la systématisation du *Name and Shame* par l'AMF, alors que le HCGE est beaucoup plus pusillanime dans sa stigmatisation des émetteurs. Pouvez-vous alors nous expliquer davantage cette vocation à agir en cohérence avec le régulateur ?

**(P. D.-B.) :** Il y a une raison extrêmement concrète : nous sortons un rapport à peu près à la même période tous les ans, alors nous évitons de dire la même chose.

**(J.-C. D.) :** Et ce n'est pas un peu gênant justement cela... Il n'y a pas un peu double emploi dans ces deux rapports annuels, celui du régulateur et le vôtre ?

**(P. D.-B.) :** En général, les parties intéressées prennent connaissance des deux rapports. Personne ne nous a dit : "Arrêtez de faire votre rapport, c'est tellement moins intéressant que le rapport AMF qu'on n'en a pas besoin...". En tout cas, c'est sur cet aspect des choses que nous devons nous coordonner avec l'AMF. L'AMF est tout de même intéressée de savoir quelles sont nos principales observations, et réciproquement. Le besoin de cohérence est là, la concertation en amont permet d'éviter les doublons et cela ne nuit en rien à notre liberté de part et d'autre. Nous émettons le rapport du Haut Comité plusieurs semaines avant celui de l'AMF et nous ne savons pas ce qu'il y aura dans celui de l'AMF, laquelle ne se gêne pas pour critiquer notre rapport qui sort avant.

**(J.-C. D.) :** Et sur la question du taux de citation. A la lecture du rapport de l'AMF, on observe vraiment un *Name and Shame* qui tourne à plein régime. La fréquence de citation des mauvais élèves est importante, peut-être pas à toutes les pages, mais tout de même...

**(P. D.-B.) :** Mais il n'y a pas que des sociétés stigmatisées...

**(J.-C. D.) :** Félicités, exactement, vous avez raison ! Mais là nous ne sommes plus dans le *Name and Shame*.

**(P. D.-B.) :** Nous sommes dans le *Hall of Fame* aussi !

**(J.-C. D.) :** Lorsqu'on lit votre rapport, vous êtes bien plus en retrait par rapport à la citation des sociétés. C'est parce que vous avez un rôle clairement différent en comparaison de celui du régulateur...

**(P. D.-B.) :** Oui, tout à fait. Alors pour les citations des documents de référence des sociétés, c'est une partie pour laquelle il est difficile de choisir...

**(J.-C. D.) :** Il est plus délicat pour vous d'assumer des citations de sociétés que pour le régulateur ?

**(P. D.-B.) :** Non, ce n'est pas cela. Notre préoccupation est aussi de ne pas encourager les sociétés à se recopier les unes les autres. Nous décidons de publier des citations de mauvais élèves de façon restreinte, c'est-à-dire pour des cas qui sont vraiment emblématiques.

**(J.-C. D.) :** Du reste, il n'y a pas de citation dans votre dernier rapport, sauf s'agissant des affaires médiatisées de Renault et Alstom.

**(P. D.-B.) :** Des citations négatives, effectivement, non. Mais des citations positives, il y en a. Quant au *Name and Shame*, nous avons décidé de le pratiquer avec modération, pour deux raisons. D'une part, on s'est retrouvé sur des cas d'importance relative, mais avec très peu de sociétés à mentionner. Et donc, mettre un ou deux noms de sociétés, provoquerait un effet stigmatisant auquel nous ne souhaitons pas forcément contribuer. Si nous avons eu une vingtaine de sociétés à stigmatiser, nous n'aurions pas hésité de la même façon. En citer une ou deux, cela devient beaucoup plus gênant, parce que ça les met dans une position probablement disproportionnée par rapport à la nature de la déviation. En définitive, il s'agit de sujets de gouvernance, il ne s'agit pas d'escroquerie... Il s'agit d'un sujet sur lequel une certaine souplesse est nécessaire. Les sociétés restent tout de même libres de se gouverner. Pour prendre un autre exemple, qui est celui de la dissociation entre la présidence et la direction générale, un certain nombre d'investisseurs considèrent que l'unicité des fonctions est une abomination, que cela amène forcément à la mauvaise gouvernance. Les *proxy advisors* américains font des recommandations de vote aboutissant à s'opposer au renouvellement d'un administrateur destiné à devenir président directeur général sauf si certaines conditions sont réunies. Or la gouvernance est quand même un domaine sur lequel l'adaptation à la situation de chaque société est indispensable.

**(A. S.) :** Le rapport annuel du HCGE est-il une information plutôt attendue par les investisseurs, par les émetteurs, ou par l'opinion publique et les médias ? Est-il lu ?

**(P. D.-B.) :** Nos interlocuteurs, qui sont principalement les émetteurs, nous disent qu'ils l'utilisent et le lisent, mais c'est aussi vrai des investisseurs.

**(A. S.) :** Peut-on estimer que les recommandations sont parfois émises par anticipation, de sorte à éviter une intervention du législateur et l'instauration de règles obligatoires en matière de gouvernance, lesquelles s'imposeraient donc aux sociétés ?

**(J.-C. D.) :** Il est vrai qu'on a l'impression que le code a pu anticiper certaines volontés exprimées, d'origine politique, visant à instaurer davantage de réglementation. Et donc dans un certain nombre de champs, comme le *say on pay*, la féminisation des conseils, mais également me semble-t-il les critères de performance en matière d'indemnités de cessation des fonctions, le code avait su anticiper l'instauration de règles strictes... Sans pour autant l'empêcher ultérieurement... Est-ce un objectif assumé de la part du code de gouvernance que d'anticiper l'instauration de règles dures en matière de gouvernance, dans l'optique de les éviter ?

**(P. D.-B.) :** La genèse des codes de gouvernance n'est pas nécessairement liée à la loi, ou au souci d'éviter la loi. D'où vient le code AFEP-MEDEF ? Il vient du rapport Viénot de 1995, issu lui-même d'une volonté d'offrir aux investisseurs étrangers internationaux qui commençaient à entrer sur le marché français l'assurance que la gouvernance des sociétés françaises était faite de façon à peu près comparable à ce qui se faisait chez eux. On dit d'ailleurs parfois que le code AFEP-MEDEF a recopié le rapport *Cadbury*. La démarche est tout de même initialement liée à cet objectif que vous condensez en disant "la gouvernance, c'est de la communication", c'est-à-dire cet aspect qui consiste à dire : je donne aux investisseurs l'assurance que ma gouvernance répond à un certain nombre de règles qui

peuvent lui donner confiance. Que le législateur intervienne ensuite en disant qu'il pourrait mettre son nom sur une règle qui donne confiance non seulement aux investisseurs mais aussi à l'opinion publique, cela montre au moins que la règle était bonne...

**(J.-C. D.) :** Ce n'est pas uniquement la revendication d'une sorte de paternité sur la règle ; je crois que le législateur, ou le politique plus globalement, réagit beaucoup aux "scandales", et souhaite réagir aux faits divers, qui en matière de gouvernance, et spécifiquement de rémunération, sont quasiment annuels depuis 15 ans.

**(A. S.) :** Ces interventions du législateur traduisent aussi certainement le fait que l'opinion publique n'est pas réellement convaincue par l'utilité du droit souple pour régler la question des rémunérations pouvant apparaître excessives. Pourquoi à votre avis ?

**(P. D.-B.) :** C'est une question d'ordre sociologique pour laquelle je n'ai pas véritablement de réponse à formuler.

**(A. S.) :** Regrettez-vous à tout le moins cette intervention récente du législateur sur le *say on pay*, laquelle siphonne pour le coup les innovations qui avaient été accomplies en la matière par le code AFEP-MEDEF sur la question depuis 2013... ?

**(P. D.-B.) :** Ce n'est évidemment pas une bonne mesure pour le droit souple...

**(J.-C. D.) :** Et pour les entreprises ?

**(P. D.-B.) :** Eh bien le premier effet, c'est que cela va concerner 800 entreprises cotées au lieu d'en concerner environ 200 pour lesquelles le problème se pose véritablement. Et je ne vous parle même pas des maladresses qui existent dans la rédaction du texte. Sur le principe en lui-même, on va appliquer massivement ce texte à des sociétés contrôlées, donc dans lesquelles cette loi n'aura en réalité pas d'effet.

**(A. S.) :** Passons à un autre aspect de votre rôle. Les relations que nouent le HCGE et les émetteurs sont largement marquées du sceau, si ce n'est du secret, au moins de la discrétion. N'est-ce pas regrettable, alors précisément qu'un des deux piliers de la gouvernance est la transparence ? Vous avez regretté dans votre dernier rapport, à l'occasion de l'affaire du *say on pay* chez Renault, que l'avis du HCGE ait "malencontreusement fait l'objet de fuites dans la presse" ; mais cela signifie bien pourtant qu'il y a une demande de transparence, en particulier dans ce genre d'affaires. Pourquoi la transparence ne trouve-t-elle pas sa place dans les relations entre émetteurs et HCGE ?

**(P. D.-B.) :** Nous maintenons la confidentialité pour maintenir la confiance des sociétés à notre égard. Nous avons un rôle de consultation et d'interprétation. Si à chaque fois que le Haut comité donnait une opinion, elle était immédiate rendue sur la place publique, les émetteurs ne nous poseraient plus de question. La confiance des émetteurs à notre égard s'éroderait. C'est lié à l'efficacité même de notre intervention, considérée comme provenant des pairs. C'est-à-dire que lorsqu'un président de société reçoit une lettre du président d'Airbus, également président du Haut Comité, il se dit que son interlocuteur connaît le monde de l'entreprise, et qu'il lui donne des recommandations parce qu'il pense que les pratiques développées par son entreprise ne sont pas les bonnes. C'est différent que de recevoir des admonestations provenant des administrations, des juges, lesquelles peuvent être décalées par rapport à la réalité de l'entreprise. Si nous perdons cet aspect de la confidentialité, on perd cet outil que constitue l'activité du Haut Comité. Nous ne revendiquons pas être les seuls à intervenir en matière de bonne gouvernance, mais nous sommes un outil parmi d'autres. Notre rôle n'est pas celui de l'AMF, c'est-à-dire de protéger le marché, notre rôle est de travailler pour les entreprises et la progression régulière de la gouvernance.

**(J.-C. D.)** : Beaucoup de choses ont donc déjà été dites, ce qui rendra notre deuxième volet de questions un peu plus bref. Première question donc s'agissant de votre perception globale du *comply or explain*, au-delà du rôle qu'assume le HCGE en la matière : le *comply or explain* est-il un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise ?

**(P. D.-B.)** : Entre autres. Un certain nombre de règles de déontologie qui figurent dans le code AFEP-MEDEF contribuent à la promotion des valeurs éthiques de l'entreprise. Ce n'est pas son seul objectif, puisque l'objectif principal est de donner aux parties prenantes une certaine assurance que la gouvernance de la société est optimale, ou à tout le moins se rapproche d'un modèle optimal, dans la mesure où il est maintenant reconnu qu'un comportement éthique est favorable à la performance durable de l'entreprise. Les deux choses vont ensemble, et désolé si j'enforce un peu une porte ouverte.

**(J.-C. D.)** : Non non, ce n'est pas le cas, car on aurait pu imaginer une autre réponse, du type : il s'agit d'un outil neutre de transmission d'informations objectives, avec lequel les entreprises sont libres de se positionner sans arrière-pensée ou stratégie de mise en avant de leurs pratiques de gouvernance. Le *comply or explain* est-il un mécanisme qui contribue à standardiser la gouvernance des grandes sociétés cotées, ou permet-il à chaque société de s'émanciper d'un modèle de gouvernance prêt-à-porter ? C'est ici la question paradoxale du "*one-size-fits-all*", que le *comply or explain* est censé éloigner, mais qu'il réalise en réalité. Le modèle de gouvernance stéréotypé, c'est celui du code, eu égard aux très forts taux de conformité à l'aune de l'ensemble des critères du code ! La technique déclarative de conformité aux bonnes pratiques n'aboutit-elle pas mécaniquement au conformisme ?

**(P. D.-B.)** : C'est un risque, mais quelles sont les alternatives ? Le code lui-même et son suivi renforcent les moyens d'améliorer la qualité des explications. L'alternative consisterait à ne pas avoir de flexibilité, c'est-à-dire d'aller vers le *comply "and" explain*, qui est un peu la méthode américaine, puisque si vous ne respectez pas la règle 303A des *listing rules*, vous ne pouvez pas être admis à la cotation sur la bourse de New York.

**(J.-C. D.)** : Avec donc l'effet *box-ticking* par derrière...

**(P. D.-B.)** : Exactement. Nous avons une certaine souplesse. Le fait que les sociétés se rapprochent du modèle du code tient en fait à la question de la sanction économique du mécanisme : l'investisseur, s'il constate une déviation par rapport à la règle du code, va-t-il avoir le temps de lire l'explication ? C'est la question importante. Et c'est l'un des problèmes que nous rencontrons : les *proxy advisors*, à cause de leur modèle économique, ont une vision assez mécanique du *comply or explain*, qui fait que de plus en plus les émetteurs sont obligés de se conformer parce que notamment les *proxy advisors* n'ont pas le temps de s'attacher aux explications et de dialoguer sur elles avec les émetteurs... C'est une question de modèle économique de ces acteurs...

**(J.-C. D.)** : Et encore maintenant, vous le constatez ? Parce que cette chose avait été effectivement observée dans le rapport RiskMetrics de 2009, qui pointait le fait que les investisseurs ne prenaient pas toujours le temps de regarder les explications fournies par les sociétés, et de peser leur légitimité, s'en remettant plus facilement au fait que la société se déclare conforme...

**(P. D.-B.)** : Premièrement, personne ne considère que l'influence des *proxy advisors* a diminué, et deuxièmement, leur modèle économique reste toujours le même. Il consiste à vendre des recommandations de vote aux investisseurs sur une période extrêmement réduite à des prix très accessibles et donc avec des structures d'analyse de l'information sociétale légères, ce qui induit donc nécessairement un travail rapide qui ne permet pas la lecture approfondie des explications fournies dans les sociétés ni un véritable dialogue avec les émetteurs. C'est là essentiellement le défaut du

système mais je ne vois pas d'alternative ; la souplesse qui est donnée par le *comply or explain* a le mérite d'exister. Mais elle n'est pas une panacée, elle n'est pas parfaite parce que les investisseurs qui sont l'acteur, non pas exclusif, mais le plus important dans l'application du droit souple, n'ont pas le temps d'exploiter les vertus du *comply or explain*.

**(J.-C. D.) :** Pas le temps, mais peut-être également pas la volonté dans la mesure où ils seraient dans des logiques d'arbitrage assez court-termistes...

**(P. D.-B.) :** Il y a un peu de cela aussi.

**(J.-C. D.) :** Mais justement, dans la mesure où le code AFEP-MEDEF s'adresse tout de même aux grosses structures, dans lesquelles le profil du capital correspond, de manière globale, à un flottant assez important, avec beaucoup d'investisseurs professionnels de la gestion d'actifs, où les actionnaires de référence n'ont pas des pourcentages énormes dans la société, on se demande si le volet *explain* du mécanisme a seulement les moyens de déployer toutes ses vertus... Du coup, cela amène à s'interroger sur le paradoxe du *comply or explain* lorsqu'il s'applique à ce type de sociétés, surtout lorsque le code d'appui contient beaucoup de recommandations, c'est-à-dire un potentiel de non-conformité et donc d'explications important, mais potentiel dont on pourrait estimer que fatalement, il ne pourrait vraiment s'épanouir...

**(P. D.-B.) :** Je partage le constat de ce paradoxe, c'est-à-dire que dans les sociétés à capital très dispersé les actionnaires détenant de petites participations ne peuvent pas tirer le meilleur parti des explications, mais je suis désolé, je ne vois pas d'alternative. Si je vous avais proposé une alternative optimale, vous auriez fait fortune !

**(J.-C. D.) :** Pensez-vous que l'information relative à la gouvernance d'entreprise soit justiciable (juge judiciaire ou AMF) ?

**(P. D.-B.) :** Eh bien oui. La première sanction est celle du marché mais s'il y a une déclaration trompeuse sur le domaine de la gouvernance consistant à dire par exemple que les administrateurs sont indépendants, alors qu'ils ne sont pas indépendants, techniquement il s'agit d'une information "justiciable" et sanctionnable. C'est la raison pour laquelle l'AMF analyse la partie gouvernance des rapports annuels. Elle ne le ferait pas autrement...

**(J.-C. D.) :** J'ai posé précisément la question à l'AMF : pourquoi le régulateur ne diligente presque jamais d'enquêtes sur ces informations relatives à la gouvernance, et *a fortiori*, ne rentre jamais en voie de sanction sur ce genre d'information ? Il m'a très clairement été répondu qu'il s'agissait en réalité d'une question de proportionnalité. Ils ne vont pas commencer à mobiliser une énergie importante avec le collège de l'AMF, et mettre en œuvre des procédures très lourdes, sur la base d'informations dont on n'est même pas sûr qu'elles ont un impact sur les cours.

**(P. D.-B.) :** Et puis il s'agirait de prouver un préjudice...

**(J.-C. D.) :** Mais l'AMF, gardienne de la bonne information du marché, n'a jamais été, d'un point de vue strictement juridique, tenue de caractériser un préjudice causé par une information fautive ou trompeuse. Le juge pénal, quant à lui, était tenu *a minima* de caractériser une information fautive ou trompeuse de nature à agir sur les cours. Aujourd'hui, délit et manquement ont "fusionné", depuis la censure du Conseil Constitutionnel, et la référence à l'impact sur les cours a disparu, si bien qu'on arrive, en droit pénal ou de la régulation, à un dispositif théorique de répression d'informations fausses, uniquement parce qu'elles sont fausses. Pour autant, en dépit de ces réformes, je reste persuadé qu'une orientation contentieuse, de la part du juge ou de l'AMF, serait des plus improbables en matière de contrôle des informations relatives à la gouvernance. C'est ce que m'a semblé confirmer

l'AMF, eu égard à ce principe de proportionnalité, qui veut que le régulateur s'attache à réprimer les fausses informations dont on ne doute pas qu'elles puissent tromper le marché, comme par exemple les informations comptables et financières. C'est en ce sens que j'évoquais des informations "pas importantes" tout à l'heure en matière de gouvernance : on ne sait dans quelle mesure les investisseurs en tiennent compte dans leurs décisions, on ne sait donc dans quelle mesure elles peuvent tromper le marché... Quelle est votre opinion sur cette réflexion ?

**(P. D.-B.) :** C'est l'expression "pas importantes" qui me semble poser problème. En réalité, la difficulté vient surtout du fait que l'impact n'est pas mesurable, et non pas de ce que ces informations ne seraient pas importantes. Le problème est la mesure. Pour sanctionner une société, il faut qu'elle cause un préjudice à quelqu'un. La démonstration de la causalité entre la faute que constitue une mauvaise gouvernance et le préjudice d'une victime est derrière la responsabilité civile et pénale. Même la responsabilité pénale punit la potentialité de préjudice causé à des tiers.

**(J.-C. D.) :** Pourtant, vous savez que même le juge civil n'en est plus vraiment là en matière de fausse information... Il s'est désaxé sur le fondement de la perte de chance, et donc d'un préjudice incertain qu'il indemnise sans aucune vue sur l'ampleur réelle ou supposée des dommages causés... Sur la causalité, là encore, on ne sait même pas aujourd'hui si le juge ne la postule pas en réalité, en ce qu'il n'exige plus une décision prise "au vu" d'informations fausses, inexactes ou trompeuses... Bref, il existe vraisemblablement un mouvement de déconnexion avec le préjudice en matière de fausse information, certes en droit civil, mais aussi d'une certaine manière en droit pénal et en droit de la régulation avec la réforme de juin dernier... Donc, c'est pour cela qu'on peut s'interroger sur l'éventualité d'une évolution de la position des juges eu égard aux informations de gouvernance, qu'on ne peut peut-être qualifier de fallacieuses, mais en tout, qui serait, pour de l'information réglementée, par trop hyperbolique, promotionnelle, marketing, communicationnelle, que sais-je encore, et qui serait susceptible alors de véhiculer une image trompeuse ou faussée d'une société... Si l'on reste en revanche sur le paradigme classique de la responsabilité, avec la démonstration du préjudice et de la causalité, on demeure je crois dans des choses très sibyllines s'agissant d'informations relatives à la gouvernance, lesquelles ne pourraient vraisemblablement qu'échapper à des poursuites ou sanctions éventuelles.

**(P. D.-B.) :** Pour moi, quoi qu'il en soit, une information n'est "justiciable" que dans les cas où elle cause réellement un préjudice, démontrable et mesurable. Il faut une potentialité de préjudice qui soit mesurable.

**(J.-C. D.) :** Et donc selon vous il n'est pas souhaitable d'aboutir à un principe de sanction à partir du moment où l'on ne peut identifier de préjudice précis.

**(P. D.-B.) :** Lorsque le préjudice n'est pas très précis, on peut par exemple solliciter la notion de perte de chance, qui n'est pas absurde en tant que telle, et peut s'avérer fonctionnelle.

**(A. S.) :** La transparence est-elle finalement souhaitable en matière de gouvernance quand on sait qu'elle est le premier moteur des scandales ? Et je pense bien entendu au thème de la rémunération des dirigeants.

**(P. D.-B.) :** Il est connu que la transparence a eu pour effet d'augmenter le nombre d'observateurs et par contrecoup, la transparence est génératrice de scandales en la matière.

**(A. S.) :** Et comment concilier vertus et inconvénients de la transparence ?

**(P. D.-B.) :** C'est là une question philosophique extrêmement large.

**(A. S.)** : Le principe de transparence et la technique de *comply or explain* doivent-ils être appliqués en matière de rémunérations des dirigeants à partir du moment où ils sont peut-être davantage générateurs de scandales que de modifications des pratiques et niveaux de rémunération ?

**(P. D.-B.)** : Mais la question du recul sur la transparence, qui est une exigence apparue initialement dans les codes de gouvernance, ne se pose pas. On ne peut tout simplement pas revenir en arrière sur cette question. La transparence n'est pas une vertu, nous l'avons dit en début d'entretien. C'est un outil. En matière de gouvernance, il n'y a pas non plus que la question des rémunérations...

**(J.-C. D.)** : Il y a effectivement des forces agissantes, politiques et sociales, qui font qu'un retour en arrière paraît impensable. Il y a un effet de concurrence entre pays sur le terrain d'un mieux disant en termes de gouvernance et de transparence, et puis il y a l'air du temps qui implique qu'on n'imagine pas de revenir en arrière.

L'avant-dernière question est la suivante : selon vous, les mauvaises performances économiques et financières des sociétés pourraient-elles influencer les déclarations de gouvernance ?

**(P. D.-B.)** : Je vous réponds au titre de mon expérience dans une société qui a connu des difficultés importantes, puisque j'ai été directeur juridique d'Alcatel pendant longtemps. Effectivement, nous avons un besoin de communication dans tous les domaines, qui portait sur les efforts menés dans le domaine de la recherche et développement, en matière de RSE, en matière de gouvernance, etc. Il s'agit là encore de rassurer... Lorsqu'une société va mal, il est naturel qu'elle ait besoin de communiquer ; en matière de sociétés cotées, cela se traduit généralement par l'évolution de son cours de bourse et pour faire remonter le cours de bourse, on communique sur tous les domaines pertinents, y compris la gouvernance, domaine parmi d'autres.

**(J.-C. D.)** : Dernière question, je vous demanderais de vous positionner par rapport aux justifications qui feraient du *comply or explain* un bon dispositif ? Parmi les justifications suivantes, lesquelles vous semblent les plus décisives : il laisse les sociétés libres en matière de choix de gouvernance ; il fournit une information fiable ; il évite l'instauration de règles strictes et obligatoires en matière de gouvernance ; il permet de mettre en valeur les choix de gouvernance spécifiques retenus par la société.

**(P. D.-B.)** : Le *comply or explain* complète l'information. Tous ces critères sont tout aussi utiles, nécessaires et positifs les uns que les autres. Je mettrais tous ces critères premiers *ex aequo*, tout simplement.

**(J.-C. D.)** :

Et pourquoi alors le *comply or explain* serait-il un mauvais dispositif ? C'est le pendant de la question précédente : contrôle insuffisant de la fiabilité du contenu de l'information (conformité et explications) ; pratiques de gouvernance "prêt-à-porter" qu'il génère ; faible nombre de lecteurs des déclarations ; faible qualité des explications fournies en cas de non-conformité...

**(P. D.-B.)** : La frénésie du contrôle me semble correspondre à du fétichisme. Les pratiques de gouvernance prêt-à-porter, effectivement, me semblent relever de l'inconvénient. Le faible nombre de lecteurs, nous ne savons pas vraiment si c'est le cas, il est vrai que les rapports des sociétés sont de plus en plus longs, mais ils demeurent indispensables. Et quant à la faible qualité de certaines explications fournies en cas de non-conformité, eh bien nous essayons de l'améliorer tout le temps ; cela signifie que c'est probablement un défaut inhérent au système du *comply or explain* car sinon l'initiative même de la création d'un Haut Comité n'aurait peut-être pas été prise.



**Restitution d'entretien  
Institut Français des Administrateurs (IFA)**

Mercredi 11 mai 2017, 14h00 – 15h00  
Locaux de l'IFA, Paris, 8<sup>ème</sup>

Une personne présente pour l'IFA :  
**M. Antoine Metzger (A. M.)** : Délégué Général

Deux personnes présentes pour le projet :  
**Jean-Christophe Duhamel (J.-C. D.)** : IGR Lille 2  
**M. Ammar Sharkatli (A. S.)** : Docteur en droit, Lille 2, professeur associé à l'EDHEC

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

**(J.-C. D.)** : Le rôle des administrateurs dans l'élaboration des informations relatives à la gouvernance et de la déclaration de conformité nous apparaît ambigu. Le conseil est en effet à la fois juridiquement auteur de ces informations, et apparaît factuellement comme son organe de contrôle. En effet, ces informations sont élaborées en interne par le secrétariat général du conseil (et d'ailleurs, vous insistez dans le guide pratique sur le rôle central du secrétaire du conseil dans l'élaboration de cette information), avec un volet externalisation plus ou moins conséquent auprès de prestataires spécialisés dans le domaine de la communication. Le conseil est censé contrôler la véracité des descriptions et de la déclaration de gouvernance le concernant et concernant ses membres, et ensuite apposer sa signature. Avez-vous du recul sur l'attention et l'assiduité du conseil ou d'un de ces comités dans cette tâche de contrôle de leur propre rapport ? Comment peut-on savoir si le conseil exerce véritablement un contrôle efficace sur cet aspect précis des choses, considérant les autres innombrables questions sur lesquelles il lui revient de se pencher et qui pourraient de prime abord apparaître plus importantes, plus stratégiques... ?

**(A. M.)** : Il y a quatre rôles pour le conseil d'administration : la définition de la stratégie et le contrôle de sa mise en place, la nomination / révocation/ rémunération des dirigeants, le contrôle des comptes et des risques et le contrôle de l'information délivrée par l'entreprise au marché. Le conseil est donc garant de la fiabilité de l'information publiée. Le conseil est de plus en plus conscient de ses responsabilités. L'ambiguïté que vous soulevez est en train de s'estomper très largement car *in fine*, c'est le conseil va donner son imprimatur définitif aux informations données par la société.

**(J.-C. D.)** : Et donc selon vous avec une assiduité satisfaisante. Car le conseil doit tout de même prendre en charge aujourd'hui beaucoup de choses.

**(A. M.)** : Je préférerais que le conseil s'occupe plus de stratégie que de contrôle d'information. Le conseil aujourd'hui considère que son rôle primordial est le contrôle de l'information. L'explication est simple : il estime que c'est en ce domaine qu'il expose sa responsabilité le plus directement.

**(J.-C. D.)** : Dans son guide pratique de mise en œuvre du *comply or explain*, l'IFA estime que ce mécanisme "est de nature à favoriser le dialogue entre la société et ses actionnaires et à substituer au pouvoir de contrainte de l'Etat la contrainte du marché via ses vertus autorégulatrices". Or, plusieurs éléments montrent une situation pas tout à fait semblable, dans la mesure où les visées court-termistes des investisseurs continuent à perdurer, et surtout, que l'influence des *proxys* nourrissant

des consignes de vote mécaniques sur les questions de gouvernance ne semble pas se démentir. N'est-ce pas là un peu une limite du système de *comply or explain* ?

**(A. M.)** : Je pense que les proxys jouent effectivement un rôle de plus en plus important. Il y a un aspect positif, car cela oblige les entreprises à être le plus rigoureuses possible. Le côté négatif, c'est la tendance des proxys à regarder les choses de façon exogène et un peu théorique et à attribuer des notes, avec toutes les limites que cela représente parfois.

**(J.-C. D.)** : L'aspect négatif que vous soulevez est tout de même déterminant dans l'hypothèse d'un dysfonctionnement du *comply or explain*. Si une masse d'actionnaires prend ses décisions à l'assemblée générale en fonction des recommandations qu'on lui donne, recommandations qui pourtant ne sont pas issues d'un dialogue et d'une volonté de comprendre la culture d'entreprise singulière de la société, l'entreprise hésitera à mettre en avant cette culture singulière... L'effet *box-ticking* apparaîtrait à coup sûr...

**(A. M.)** : Le *comply or explain* demande de la rigueur mais permet de la souplesse. Il présente un bon équilibre et il faut continuer à mettre en œuvre ces principes. Il faut se battre contre l'effet de rigorisme et de systématisme qui peut être mis en œuvre par les proxys...

**(J.-C. D.)** : Et comment faites-vous ? Vous avez des pistes à proposer ?

**(A. M.)** : Le dialogue !

**(J.-C. D.)** : Mais quand un gérant possède 1000 valeurs en portefeuille, il ne va pas discuter avec toutes les sociétés. Cet effet est le même pour les proxys qui analysent l'information de toutes les sociétés. Ils ne vont pas se mettre en dialogue avec toutes les sociétés... On peut préconiser le dialogue, mais quant à savoir si le système du capitalisme financier va évoluer en ce sens, c'est à l'heure actuelle très peu visible...

**(A. M.)** : Nous avons invité plusieurs fois à l'IFA d'importants proxy et des gestionnaires d'actifs... C'est cela le dialogue, essayer de provoquer des rencontres, de sensibiliser...

**(J.-C. D.)** : Et le fruit de ces entretiens... ?

**(A. M.)** : Je pense qu'il y a une prise de conscience quand même, sachant que les proxys dont vous parlez, effectivement, apparaissent parfois assez rigides dans leurs approches.

**(J.-C. D.)** : Dans son guide pratique de mise en œuvre du *comply or explain*, l'IFA évoque la question du rôle des auditeurs en matière de déclaration de gouvernance. Vous ne prenez pas vraiment position sur la question de savoir si ce rôle serait suffisant... Qu'en est-il selon vous ?

**(A. M.)** : Je pense que la gouvernance doit être contrôlée par le conseil lui-même, la gouvernance allant au-delà de la simple conformité C'est à lui, et à son président, de porter un jugement sur la gouvernance, jugée en final par les actionnaires. L'auditeur n'a pas nécessairement toutes les données pour pouvoir apprécier la qualité de la gouvernance, même s'il peut juger de la conformité.

**(A. S.)** : Les recommandations de gouvernance servent-elles de repoussoir à l'intervention du législateur ? Si oui, il faudrait constater que dans un certain nombre de domaines, cet objectif / utilité n'est pas réalisé(e). En effet, un certain nombre de recommandations ont pu être considérées comme insuffisamment efficaces pour atteindre l'objectif qu'elles se proposaient de réaliser, et donc, la loi dure est intervenue ; parité, *say on pay*, critères de performance... Le fait que le législateur soit

intervenir à plusieurs reprises pour rendre obligatoire ce qui n'était préalablement que des recommandations dément-il l'efficacité de la *soft law* selon vous ?

**(A. M.)** : La *soft law*, à un moment donné, connaît des limites, et à partir de là, le législateur est obligé de s'emparer du sujet. Mais c'est dommage. Cette intervention est souvent liée à certains excès et manques de jugement de dirigeants, par exemple en matière de rémunération. Cela a conduit le législateur à prendre des mesures contraignantes. Donc souvent le responsable du passage de la *soft law* à la *hard law*, ce n'est pas le législateur, mais les sociétés elles-mêmes, ou plutôt les excès de certaines sociétés.

**(J.-C. D.)** : Donc, selon vous, ce sont les sociétés qui sont les premières responsables de leur propre malheur...

**(A. M.)** : Bien sûr !

**(J.-C. D.)** : Souvent, en matière de rémunération, on nous dit que la première source des recommandations, ce sont les "scandales" stigmatisés par les médias, qui choquent l'opinion publique et qui sont rattrapés par les politiques... Mais si vous prenez par exemple l'introduction du *say on pay* dans le droit dur, il a suffi d'un cas pour que le législateur réagisse et entraîne derrière sa réforme des centaines de sociétés cotées qui pourtant n'avaient pas forcément grand-chose à se reprocher.

**(A. M.)** : Oui, mais les sociétés doivent comprendre qu'il suffit d'un seul cas pour être prises à revers, même si cela est très dommageable. Vous citez également la parité : aujourd'hui, on atteint des objectifs concrets et surtout très rapidement parce qu'une loi a été adoptée. Je pense que si on veut vraiment arriver à des résultats rapides, la loi est plus efficace que la *soft law*. Mais, malheureusement, cela fait parfois des dégâts parce que la loi peut aller un peu trop loin. Au total, il faut bien prendre conscience que ces cas demeurent des exceptions, et que des progrès très importants ont été accomplis en matière de gouvernance depuis des années, par l'intermédiation de la *soft law*. On est aujourd'hui à un niveau de qualité de la gouvernance qui compte parmi les meilleurs en Europe.

**(A. S.)** : Si ce n'est la déclaration de conformité, au moins s'agissant des informations relatives à la gouvernance, s'agit-il là d'informations plutôt attendues par les investisseurs ou par l'opinion publique et les médias ?

**(A. M.)** : C'est d'abord les investisseurs qui sont attentifs aux informations en matière de gouvernance. Les médias vont surtout être attentifs aux informations assez polémiques, essentiellement s'agissant des rémunérations des dirigeants.

**(A. S.)** : Selon vous, les déclarations de conformité ou de non-conformité sont-elles susceptibles d'influencer les décisions d'investissement prises par les investisseurs sur les marchés financiers ? Faut-il distinguer selon le type d'investisseur ? Avez-vous un recul statistique sur la chose ?

**(A. M.)** : Je peux prendre un exemple, celui de la RSE. C'est un critère de plus en plus pris en compte par les investisseurs. Ce critère joue directement dans leur décision d'investissement.

**(J.-C. D.)** : Et la gouvernance ?

**(A. M.)** : Pour moi, la RSE fait partie intégrante de la gouvernance d'entreprise, au sens large.

**(J.-C. D.)** : Mais on observe un très fort alignement des sociétés cotées sur les questions de gouvernance, au sens d'organisation structurelle du travail des conseils et des comités. Le taux de

conformité des sociétés est tout de même énorme, donc on imagine difficilement dans quelle mesure l'investisseur pourrait prendre en compte ce type d'information pour arbitrer ses positions.

**(A. M.)** : Ce n'est pas discriminant vous voulez dire.

**(J.-C. D.)** : Oui, absolument. En RSE, cela peut l'être... Mais en gouvernance, je suis plus sceptique.

**(A. M.)** : Un contre-exemple peut vous être apporté. Celui de la séparation des fonctions de président du conseil et de direction. Je pense que cela fait partie des éléments qui peuvent avoir de l'importance pour un investisseur.

**(J.-C. D.)** : On nous a dit lors de précédents entretiens que les politiques de vote des proxys américains attachaient effectivement de l'importance à cet élément ; ces proxys considéraient cette dissociation des fonctions comme un élément positif de gouvernance.

**(A. M.)** : A l'IFA, nous sommes plutôt favorables à la dissociation des fonctions, mais nous sommes aussi conscients qu'il s'agit d'une question de circonstances. La dissociation ne doit pas être un dogme...

**(A. S.)** : Selon vous, les mauvaises performances économiques et financières des sociétés pourraient-elles influencer les déclarations de gouvernance ?

**(A. M.)** : Non, la gouvernance, c'est pour moi quelque chose d'acquis, une sorte de socle commun. Les choses sont connues, claires et appliquées très largement par les sociétés. Donc, ce n'est plus vraiment un critère concurrentiel ou discriminant, qu'on pourrait utiliser de manière stratégique. La vision du dirigeant, la politique de ressources humaines, la stratégie économique, la RSE le cas échéant, voilà des sujets qui pourraient être discriminants et faire la différence. Les règles de gouvernance sont généralement bien appliquées et c'est une excellente chose car cela donne de la compétitivité aux entreprises.

**(J.-C. D.)** : Le *comply or explain* est-il un mécanisme qui contribue à standardiser la gouvernance des grandes sociétés cotées, ou qui permet à chaque société de s'émanciper d'un modèle de gouvernance prêt-à-porter ? C'est la question ici paradoxale du "*one size fits all*", que le C & E est censé éloigner, mais qu'il réalise en réalité. Le modèle de gouvernance stéréotypé, c'est celui du code, eu égard aux très forts taux de conformité à l'aune de l'ensemble des critères du code ! La technique déclarative de conformité aux bonnes pratiques n'aboutit-elle pas mécaniquement au conformisme ? Du coup, n'y a-t-il pas une sorte de paradoxe avec les propos de votre présidente cités dans "Décideurs financiers" (11/2015) : "À défaut d'une gestion responsable, la loi réglerait les actions des entreprises. Cette solution n'est pas souhaitable : les organisations sont trop différentes pour qu'une même loi s'applique à tous" ?

**(A. M.)** : Le code est général dans son expression et ses principes tandis qu'une loi et ses décrets d'application rentrent nécessairement dans le détail. Par exemple, la loi de la réforme de l'audit et de la mission du comité d'audit. S'agissant des missions de "service non-audit", le comité d'audit doit maintenant lui-même donner son feu vert sur toute opération de ce type, quel que soit son montant... On arrive vraiment à des choses absurdes... Alors que la *soft law* aurait pu être bien plus souple, fondée sur des grands principes de prudence et de diligence et adaptée aux entreprises et au contexte.

**(J.-C. D.)** : Mais même en *soft law*, vous pouvez trouver des choses très réglementées. Par exemple, vous avez des taux précis de composition du conseil qui sont posés, ou même s'agissant de la constitution de certains comités. Quelles sociétés prendraient aujourd'hui le risque de ne pas avoir de

comité de rémunération ? Très peu en réalité, parce que c'est tout simplement recommandé par le code.

**(A. M.)** : Oui, mais on laisse libre la société tout de même de s'organiser comme elle l'entend dans ces domaines. Ce n'est pas parce que le code recommande l'instauration d'un comité de rémunération qu'il dit pour autant comment doit fonctionner ce comité.

**(J.-C. D.)** : Au terme de nos entretiens successifs ressort finalement l'idée que l'information en matière de gouvernance est typiquement une question de maintien de la confiance chez les investisseurs. Est-ce là le rôle principal des déclarations de gouvernance selon vous ? On peut formuler autrement la question : l'objectif du *comply or explain* est-il plutôt d'apporter de la connaissance sur l'entreprise ou de générer de la confiance envers l'entreprise ? Conceptuellement, la distinction entre connaissance et confiance vous semble-t-elle pertinente ?

**(A. M.)** : La *soft law* a conduit l'entreprise à mettre en œuvre une transparence qui n'existait pas auparavant. La confiance est un degré supplémentaire de la connaissance. Fort des connaissances qu'il a sur l'entreprise, l'investisseur acquiert la confiance.

**(J.-C. D.)** : Ne pensez-vous pas que parfois, l'investisseur pourrait avoir le sentiment d'être pris dans un mouvement de communication marketing avec toute cette information relative à la gouvernance ?

**(A. M.)** : Non, parce que la gouvernance ce n'est pas de la communication, ce sont des faits. C'est une description de faits et de fonctionnements. Il n'y a pas d'effet de séduction vis-à-vis des investisseurs, équivalant à celui qui pourrait exister dans le marketing par exemple, ou même en matière de stratégie sur laquelle il s'agirait de convaincre les investisseurs. Le conseil a une responsabilité qui corrèle une de ses missions, celle de la transparence et de la qualité des informations livrées au marché ; la conformité au code permet de comprendre comment il accomplit entre autres cette mission. La conformité à un code est une condition nécessaire au fonctionnement efficace du conseil, mais n'est pas une condition suffisante.

## Restitution d'entretien Labrador

Vendredi 14 avril 2017, 16h00 – 17h00  
Locaux de Labrador, Paris

Deux personnes présentes pour Labrador :

**M. Laurent Rouyrès (L. R.)** : Président - Labrador

**Mme Eva Bastide Leroy (E. B. L.)** : Secrétaire générale groupe - Labrador

Deux personnes présentes pour le projet :

**M. Jean-Christophe Duhamel (J.-C. D.)** : IGR - Lille 2

**Martin Kruczkowski (M. K.)** : Master 2 - Lille 2

Le style oral de ce compte-rendu a été volontairement conservé. Les propos tenus lors de cet entretien n'engagent que leurs auteurs.

**(M. K.)** : Pour mieux connaître l'impact de vos activités, pourriez-vous nous décrire succinctement leur importance en France ; en %, combien de sociétés du CAC 40, du SBF 120 font appelent à vos services ? Les compartiments B et C d'Euronext sont-ils bien représentés parmi vos clients... ?

**(L. R.)** : Nous travaillons principalement pour les plus grands groupes français ou également pour plusieurs grands groupes américains puisque nous sommes installés depuis 2011 aux États-Unis. Nous travaillons aujourd'hui avec 50 % du CAC et 60 % du SBF 120. Nous avons à peu près 150 entreprises clientes en France, dont 85 clients sur le SBF 120. S'ajoute à cela quelques grosses valeurs, au-delà du SBF 120, concernées par cette problématique d'amélioration de leur communication d'information réglementée. Nous avons également un certain nombre d'institutions ou d'établissements non cotées, qui souhaitent s'élever aux meilleurs standards du monde des sociétés cotées. Aux États-Unis, où nous travaillons depuis six ans, nous avons actuellement 65 clients américains dont certains *blue chip* : Coca-Cola depuis le début de notre présence aux États-Unis, Google, Merck, nous avons Walmart et General Motors, Schlumberger... Ce positionnement à l'international, et spécifiquement aux États-Unis, nous permet aussi d'avoir une information des pratiques d'un continent à l'autre.

**(J.-C. D.)** : Pourriez-vous décrire le rôle de *Labrador* auprès de ses clients en matière d'informations relatives à la gouvernance, et spécifiquement relatives à la conformité au code de gouvernance d'entreprise ? S'agit-il pour les sociétés d'externaliser la production même de certaines informations, ou seulement de solliciter des conseils "ergonomiques" en matière d'informations déjà produites définitivement en interne ? J'imagine que la réalité se situe au milieu...

**(L. R.)** : Notre rôle est de penser l'information de l'entreprise au sens large. Nous intervenons dans la partie réglementaire des informations, nous travaillons donc en grande proximité avec les régulateurs et les établissements de place. Nous essayons de traduire les obligations réglementaires dans les pratiques informationnelles des sociétés, avec un seul objectif : être compris du lecteur qui est notre client final. Cela veut dire que nous sommes capables de conseiller les sociétés sur ce qu'il faut qu'elles ajoutent dans leur information, de sorte à être bien comprises de leurs lecteurs. Notre rôle est un rôle de pédagogie : l'entreprise se retrouve avec une information qui est potentiellement austère, et nous faisons tout notre possible pour essayer d'expliquer comment rendre cette information claire et lisible. Dans certains cas il faut transformer un texte en illustrations, en schémas, en graphiques... Parfois, il faut écrire en *plain language*, c'est-à-dire essayer de simplifier la façon d'écrire, pas trop juridique

donc s'agissant d'informations même réglementées. L'entreprise ne s'écrit pas à elle-même, ni à ses avocats, ni à ses auditeurs, elle s'adresse à un lectorat public qui doit être de plus en plus large. Voilà pourquoi il est nécessaire de mettre en œuvre une pédagogie de cette information. Nous travaillons sur l'aspect réglementaire, nous conseillons sur l'information extra-financière (gouvernance, RSE...), sur les questions de *reporting* intégré qui sont un vrai enjeu actuellement, et qui concernent les explications sur la création de valeur de l'entreprise à partir de considérations extra-financières. Nous travaillons depuis un certain temps sur toute la partie éthique, c'est-à-dire par exemple qu'on accompagne les entreprises dans leur positionnement par rapport à la loi Sapin 2 (et spécifiquement le *say on pay*) et les nouvelles problématiques éthiques. Cette pédagogie doit permettre aussi de protéger la réputation de l'entreprise.

**(J.-C. D.) :** Labrador s'aventurerait-elle à dire : ces informations ne sont pas correctement présentées, ne sont pas claires, ces descriptions des pratiques ne sont pas suffisantes, ces justifications données aux déviations ne sont pas convaincantes... ? Jusqu'où allez-vous dans les conseils, dans l'expertise ?

**(L. R.) :** Oui. Notre base est sincère et engagée. Nous sommes capables de dire à un groupe que les informations qu'il communique n'apparaissent pas pertinentes, convaincantes, voire réalistes. Par exemple, on est capable de leur montrer et de leur expliquer pourquoi leur organisation, à l'image de l'organisation du conseil d'administration, ne correspond pas aux valeurs qu'ils mettent en avant, que cela soit par exemple eu égard à la moyenne d'âge des administrateurs, à leur expérience, à leur indépendance, etc. Un dialogue peu s'instaurer sur ces bases avec cette entreprise, qui pourrait tenter de nous démontrer que sa gouvernance a une réelle légitimité. Nous sommes capables de challenger l'entreprise sur son information, ou la rendre plus efficace.

**(J.-C. D.) :** Donc, cela signifie que vous vous mettez dans le peau d'un destinataire *lambda* de l'information, et lorsque vous ne vous trouvez pas convaincus par ce que l'on vous dit, vous le faites valoir à votre entreprise cliente et lui proposez de solutions qui vous semblent plus efficaces...

**(L. R.) :** Nous sommes des experts qui jouons en permanence le rôle d'un profane. Ce qui nous intéresse, c'est le cerveau du lecteur. Qu'est-ce qui va rendre l'information crédible, qu'est-ce qui va faire que le lecteur va se dire, sur la base de cette information : je reste sur cette valeur, je réinvestis sur cette société ? Mieux que cela : qu'est-ce qui va rendre l'information de la société sympathique, qu'est-ce qui va créer une émotion dans le cerveau de la personne ? On ne ment jamais, on ne manipule jamais, et en même temps, on le fait tout le temps... En clair, nous sommes extrêmement sincères, mais nous ne nous trompons pas d'objectif pour autant. Le cerveau humain est émotionnellement perméable à l'information. Et cette émotion-là, il faut la créer. Voilà pourquoi nous travaillons beaucoup sur le *nudge*, l'économie comportementale. La personne à laquelle vous dites sans arrêt que vous êtes simplement parfait, va spontanément avoir un doute ; en revanche, si vous commencez à expliquer pourquoi vous avez été défaillant sur tel objectif, que vous en expliquez les raisons, naturellement, et là nous travaillons avec des neuro-scientifiques qui expliquent les raisons de la chose, il y a des parties du cerveau humain qui réagissent et qui témoignent d'un plaisir particulier en réaction à cette information. Le destinataire de l'information se dit : cette personne-là se met à ma dimension, elle fait des erreurs comme moi, et elle le reconnaît. Donc, immédiatement, vous créez une réaction qui relève de l'ordre de la sympathie. Vos résultats positifs seront infiniment mieux perçus. Je ne dis pas qu'il est nécessaire d'apporter des mauvaises nouvelles pour déclencher un sentiment positif, mais la pire des choses est de croire qu'il faut les camoufler, les étouffer en pensant que de la sorte vous vous protégez...

**(E. B. L.) :** La sincérité légitime les bonnes nouvelles.

**(J.-C. D.) :** Et cela est spécifiquement vrai dans le champ de la gouvernance ? Parce qu'il est probablement plus facile de capter l'attention du lecteur sur des données subjectives, relatives à la

dimension éthique de l'activité de l'entreprise et des affaires, que sur un bilan consolidé qui est une succession de chiffres forcément plus austères. C'est ce que Michel Albouy appelait "les histoires racontées aux actionnaires", ce qui me semble particulièrement bien correspondre aux informations relatives à la gouvernance ou encore à la RSE...

**(L. R.) :** C'est vrai qu'à l'actionnaire, il faut lui raconter une histoire, je suis d'accord avec vous. Maintenant, vous pouvez faire des commentaires sur des informations parfaitement positives. Donc nous demandons à nos clients de nous prouver ce qu'ils disent. Nous, nous avons besoin de pouvoir chiffrer ce qu'ils disent. Nous n'aimons pas le mode uniquement déclaratif sur lequel nous n'avons pas de prise. Il faut pouvoir trouver des informations, des indicateurs qui soient comparables avec d'autres entreprises. Voilà pourquoi nous aimons bien l'effet de comparabilité, avec un suivi dans le temps, ce qui permet au lecteur de pouvoir positionner l'entreprise dans son environnement informationnel concurrentiel.

**(J.-C. D.) :** Avec ce que vous nous dites, on a vraiment l'impression pour le coup que Labrador prend en charge une partie déterminante, pas forcément en volume mais en tout cas en qualité, de la communication des sociétés.

**(L. R.) :** Nous intervenons après les conseils. Notre rôle est un rôle de pédagogie une fois que tous les choix ont été constitués. Par exemple nous conseillons les groupes sur le *say on pay*, sur la façon de présenter les rémunérations, avec un benchmark international en la matière... Mais jamais nous ne mettrons les pieds sur des conseils relatifs aux modalités et politiques de rémunération. Vous avez de purs experts en la matière. Pareil pour les risques, vous avez des experts du risque, capables de penser les risques de l'entreprise, mais ce n'est pas notre métier. En revanche, une fois que ces risques ont été cartographiés, nous sommes capables de pouvoir conseiller sur la façon dont il faut en parler. Chacun déploie ses compétences de conseil en amont de notre intervention. Ensuite, nous mettons ces éléments déterminés en musique. Parfois, il y a des compétences qui se chevauchent, dans la mesure où nous nous permettrons d'intervenir en amont si l'information ne nous convient pas. Si une entreprise affiche une démarche éthique extrêmement importante, et qu'on ne retrouve pas dans les documents délivrés par l'entreprise cette gouvernance de l'éthique soit disant vitale pour l'entreprise, si aucune variable de rémunération relative aux membres du conseil, à l'expérience du président ou que sais-je encore, n'est fournie, alors il est difficile d'y croire.

**(J.-C. D.) :** Donc, vous intervenez dans ces circonstances auprès du client pour lui signifier cette carence dans sa communication.

**(L. R.) :** Nous leur disons : soyez cohérent.

**(E. B. L.) :** Il y a effectivement cette action directe auprès du client lorsqu'il fait appel à nous pour ce type de prestation, et également une action indirecte associant l'effet de benchmark et la force de frappe de Labrador, par exemple au travers du Grand Prix annuel de la Transparence. Vous parliez par exemple du tableau de synthèse des recommandations AFEP-MEDEF non appliquées ; c'est un critère retenu dans l'évaluation menée pour l'attribution du prix. Même auprès de non clients, il s'agit là d'un critère qui les pénalise s'ils ne produisent pas ce tableau. Et donc, par effet de benchmark, si on leur dit qu'une partie non négligeable du SBF 120 applique ce critère, cela produit un effet d'entraînement intéressant.

**(L. R.) :** Si vous prenez un document de référence de 2010, année où l'on a inauguré le Grand Prix de la Transparence, et maintenant, il fallait 22 minutes pour rechercher un noyau de 15 informations typiques, maintenant il en faut 6. La transparence, c'est ça ! Et encore, à l'époque, les 22 minutes ne permettaient pas de trouver une information intégrale, parce que vous pouviez arriver sur des informations où vous trouviez un renvoi, puis parfois un second renvoi... Aujourd'hui, c'est fini ce genre



de pratique, et nous avons des critères d'évaluation extrêmement sévères sur ces points. Et nous nous rendons compte qu'avec ces exigences, on déplace progressivement des montagnes. Les progrès qui ont été faits sont considérables. Et dès que vous mettez en place un système de prix, de concours, cela tire tout le monde vers le haut. Dès que vous avez une financière gratifiée du grand prix de la transparence, je vous assure que toutes les autres nous appellent ensuite pour nous demander comment il faut faire... Et nous ne vendons rien sur ce registre, le prix de la transparence est ouvert à tous, voilà pourquoi nous sommes considérés comme un établissement de place : nous avons une responsabilité forte dans le domaine de la transmission d'information. Le prix de la transparence est entièrement pris en charge par Labrador et nous n'avons pas de partenaire.

**(M. K.) :** Tous les ans, l'AMF, au travers notamment de son exercice *Name and Shame*, stigmatise des sociétés pour manque de cohérence entre leur transparence narrative et leur transparence conformiste. Prenez-vous ces critiques à votre compte lorsque des sociétés citées figurent parmi vos clientes ? Vous sentez-vous responsable vis-à-vis de sociétés clientes stigmatisées pour le manque de qualité de leur communication en la matière ?

**(L. R.) :** Le signataire des documents réglementés reste toujours l'émetteur, quelle que soit la faute que l'on puisse commettre. En revanche, notre réputation serait entachée. Mais au final, cela reste la responsabilité de nos clients, même si le contenu de l'information serait affecté d'une erreur que nous pourrions commettre. Au final, ce sont eux qui signent le BAT pour l'impression et la remise à l'AMF. Ils assument donc le contenu de l'information réglementée. Attention, le jour où l'on fera des erreurs, nous risquons de perdre des parts de marché.

**(J.-C. D.) :** Vous est-il déjà arrivé que certaines de vos sociétés clientes soient stigmatisées par l'AMF, en particulier pour un manque de cohérence entre la description narrative de la gouvernance et la déclaration de conformité ? D'ailleurs, lisez-vous les rapports de l'AMF ou du HCGE ?

**(L. R.) :** Nous sommes au courant de ces incidents, et cela peut être rapporté sur le blog de Labrador. En général, on ne cite pas les noms du groupe, mais l'on cite l'exemple de mauvaises pratiques. Cela ne nous intéresse pas de stigmatiser tel ou tel groupe. En revanche, on éduque les autres sur les risques qu'ils peuvent rencontrer en montrant en exemple les points négatifs relevés par l'AMF. S'il ne nous est pas demandé dans les prestations de contrôler la cohérence de ces informations, on ne peut pas nous le reprocher après. Notre métier est de conseiller, lorsque cette prestation nous est achetée. Autrement, le reste du temps, nous travaillons sur l'ergonomie, ou l'on produit aussi de la traduction avec notre société spécifiquement dédiée à cette tâche. Parfois, il est vrai que certains de nos clients nous demandent des choses spécifiques, comme une certification de conformité...

**(J.-C. D.) :** Oui, et cela apparaît d'ailleurs sur votre site internet. Je me suis permis de faire une capture d'écran de votre offre commerciale, et l'on peut lire "attestation de conformité au code AFEP-MEDEF". J'avais été surpris de la chose, cette sorte de certification comme pourrait le faire un commissaire aux comptes, mais sur un domaine relevant non pas du chiffre, mais de la gouvernance...

**(L. R.) :** Nous travaillons beaucoup avec des avocats ; en traduction, nous travaillons avec une quarantaine de cabinets d'avocats, parmi les plus importants de la place, qui nous confient leurs traductions. Nous sommes considérés comme sérieux. Sur la réglementation, éventuellement, dans certains cas, nous nous faisons vérifier par les avocats. Ce qui nous intéresse, c'est l'amélioration des pratiques de place, et c'est pour cela que nous travaillons avec ou à partir des travaux des acteurs de place, comme l'AMF, l'ESMA, la Commission Européenne, et notre expérience américaine nous sert aussi dans notre vision des bonnes pratiques. Nous essayons à ce dernier de tirer le meilleur des pratiques US pour les importer en France, et la réciproque est exacte aussi : nous avons vendu aux US de l'expertise que nous avons acquise ici.

**(J.-C. D.) :** On va vous soumettre maintenant quelques réflexions ou propos que nous avons d'ores-et-déjà échangés lors de nos précédents entretiens, de sorte à vous faire réagir sur la perception que peuvent avoir d'autres acteurs de l'information relative à la gouvernance. Et pour commencer, s'agissant du benchmark de l'information... Constatez-vous un effet de "benchmarking" s'agissant des explications fournies en cas de non-conformité à certaines recommandations ? Si oui, comment expliquez-vous cela et n'est-ce pas regrettable dans la mesure où cet effet ne semble pas propice à la mise en avant par l'entreprise de sa propre culture de gouvernance ? Le cas échéant, pensez-vous contribuer à ce benchmarking ? Voici l'extrait d'un échange que j'ai pu avoir avec l'AMF, auquel j'aimerais que vous réagissiez ; notamment, vous sentez-vous visés par cet échange ?

*(M. K.) : S'agissant des pratiques qu'un certain nombre de sociétés pourraient reprendre et décrire tous les ans de manière assez stéréotypée, et qui amènent à constater une sorte de benchmarking constitutif d'un alignement des justifications... S'agit-il d'une tendance que vous pourriez regretter ?*

*(AMF) : Il faut être réaliste. Evidemment qu'il y a des explications qui se ressemblent parce qu'il y a des conseils derrière qui écrivent une partie du document de référence. On pourrait requérir plus ou moins artificiellement un changement dans des explications jusque-là stéréotypées, qu'on soit sûrs qu'elles aient été bien pensées à chaque fois, pendant des semaines...*

*(J.-C. D.) : Parce qu'on trouve parfois tout de même des choses très stéréotypées pour le coup...*

*(AMF) : Nous recommandons, à l'AMF, d'éviter cette tendance.*

**(L. R.) :** On ne se sent pas du tout visé. Il est indispensable que l'information de l'entreprise soit comparable. Le besoin du lecteur est de se dire en permanence qu'il va pouvoir déterminer son choix en fonction de certains types de critères mesurables avec des indicateurs les plus proches possibles, et que les données soient comparables. Si vous ne le faites pas, vous perdez complètement le lecteur. Ensuite, l'information de l'entreprise doit rechercher la pertinence. Nous sommes opposés à l'exhaustivité. "Ne vous inquiétez pas, on va tout mettre", se disaient certaines entreprises... Et cela c'était le défaut de certains juristes ou cabinet d'avocats. Vous aviez une masse d'informations considérable sans recherche de pertinence. L'AMF est sur ce point un très bon régulateur, car elle demande aux émetteurs d'épurer l'information et de se concentrer sur ce qui est vraiment important. Il ne faut pas opposer les deux ; d'un côté être comparable, c'est-à-dire qu'il faut réussir à retrouver d'un groupe à l'autre la même sémantique, la même information, il faut que les émetteurs se positionnent autant que faire se peut autour d'indicateurs comparables. Si l'entreprise émet ses propres indicateurs, cela a souvent peu de valeur. Il importe de pouvoir les comparer. Jusqu'ici je parle de structure, de sémantique, de forme, d'architecture. Mais à partir de là, une fois qu'on a donc essayé de rendre comparable ce qui pouvait l'être, il s'agit du fond, du contenu informationnel. C'est très différent, c'est là le jus de l'entreprise. Il revient à l'entreprise de sélectionner, hiérarchiser, synthétiser l'information, et c'est ça son cœur d'information. L'entreprise doit à cette échelle-là fournir des données personnelles. Je n'oppose pas ces deux dimensions, on a besoin impérativement des deux. Sur le premier volet, certaines sociétés pourraient dire : laissez-nous faire comme nous voulons, laissez-nous présenter comme nous le souhaitons notre information... Mais souvent, dans cette situation, on ne retrouve plus rien ! Il faudrait prendre la peine de lire l'intégralité de l'information, par exemple le document de référence, mais personne ne le fait. N'oubliez pas que 100% des lecteurs de cette information-là sont des lecteurs érudits. Ce sont des gens qui savent ce qu'ils cherchent et ce qu'ils souhaitent trouver dans un document. Personne ne lit un document de référence de A à Z, sauf une personne chez nous et une personne chez le client pour la relecture. Cette sélectivité du lecteur érudit fait qu'il faut lui structurer une architecture de l'information pour qu'il puisse trouver facilement ce qu'il cherche. Cette approche concerne aussi la sémantique utilisée. N'oublions pas que 70 % des lecteurs ne lisent pas la version française, mais la version anglaise du rapport, sans pour autant être

toujours anglophone, donc il faut aussi que la sémantique soit la plus claire et lisible possible, puisque la traduction doit être comprise par un italien, un japonais, un chinois, etc. Après cela, oui, bien sûr, l'émetteur doit être pertinent, c'est-à-dire qu'il doit sélectionner son information...

**(J.-C. D.)** : Vos propos sont très clairs s'agissant du rapport dans sa globalité. Mais nous essayons d'obtenir de votre part une position sur ce qui semblait parfois être des déclarations assez stéréotypées, notamment dans les explications fournies en cas de déviation au code de gouvernement d'entreprise. Par exemple, sur le critère de 12 ans, écarté par certaines sociétés pour qualifier tout de même un administrateur d'indépendant, et qui mettent en avant le fait que l'expérience et la compétence n'est pas exclusive d'indépendance. Autre exemple, l'obligation d'acquisition d'une certaine quantité d'actions en parallèle à leur attribution gratuite, recommandation assez souvent écartée jusqu'à présent avec, pour justification, le fait qu'une obligation de conservation pèse sur le dirigeant. La justification est tout à fait recevable, ce n'est pas le problème. Simplement, cette justification est très benchmarkée, elle revient tous les ans avec des rédactions très similaires parmi les sociétés...

**(L. R.)** : Là nous ne sommes pas concernés chez Labrador. C'est typiquement un travail de juriste. Cette réponse-là est satisfaisante, le groupe peut considérer que ce n'est pas très important, qu'il n'a pas à se déterminer de manière particulière par rapport à cela. Elle fonctionne, est reprise par un certain nombre d'entreprises dans une situation similaire, elle a marché les années précédentes. Conclusion : on la ressort telle quelle. De toute façon, si ce n'est pas l'avocat, c'est la direction juridique de l'entreprise qui va se faire la réflexion : on a tellement d'informations à produire, que si cela n'est pas déterminant et stratégique pour l'entreprise, on ne va pas prendre des risques d'aller rechercher des explications singulières à cette situation de non-conformité au code de gouvernance. D'un autre côté, même si l'on aurait naturellement tendance chez Labrador à proscrire la systématisation de ce comportement déclaratoire, nous avons nos clients qui pourraient nous dire : nous avons énormément de sujets à aborder, et pour beaucoup bien plus sensibles que ceux-là, qui sont des vrais sujets d'actualité, parce que nous voulons revendiquer une position, parce qu'on nous attend sur telle ou telle situation problématique ; le reste, c'est passé les années précédentes, alors on continue sans bouger une virgule. C'est l'état d'esprit, très juridique du reste, qui consiste à ne pas bouger inutilement sur des éléments qui n'ont jusqu'à présent pas généré de risque spécifique.

**(J.-C. D.)** : Jamais par exemple vous n'allez dire à votre client : écoutez, cela fait 5 ans que vous n'êtes pas conforme à cette recommandation, et que vous donnez la même justification, à la virgule près, par copier – coller ; ce serait bien de renouveler votre communication sur la question, de présenter cela différemment, d'être plus pédagogue, plus convaincant...

**(L. R.)** : Alors, cela dépend, si le sujet est un sujet sensible : oui. Autrement non. Nous sommes pour les meilleures pratiques, mais nous ne sommes pas des stakhanovistes, il ne faut pas devenir fou. Je vais vous donner un exemple : nous avons développé une plateforme web pour nos clients. Elle existe pour nos clients américains et français. C'est-à-dire qu'ils élaborent leurs documents réglementés en ligne, l'outil étant hyper-sécurisé. Ceux qui ont fait leur document l'année passée le retravaillent et le mettent à jour à l'aide de cet outil. Ils gagnent un temps fou, économisent de l'argent également car ils n'ont plus à faire reconstruire et revalider par nous leur document, ni à le faire retraduire. Sur des zones qu'ils considèrent comme non sensibles, ils font des mises à jour, mais s'abstiennent de toucher à nombre d'éléments.

**(E. B. L.)** : Et puis il y a un effet changement aussi. Les gérants d'actifs et les analystes surveillent les changements de *wording* d'une année à l'autre, sur les risques, sur la gouvernance. Donc, un changement de phrase va "tilter" tout de suite chez un analyste ou un investisseur. Il va se dire : mais qu'est-ce qui a bougé, pourquoi ont-ils ressenti le besoin de changer les choses comme cela, et donc modifier l'explication de cet élément ?

**(J.-C. D.) :** Il y a une approche systématique comme cela, où l'on contrôle le changement sémantique dans le rapport... ? Avec des logiciels de comparaison de documents d'une année sur l'autre...

**(E. B. L.) :** Bien oui !

**(L. R.) :** Et bien c'est leur fonds de commerce voyons ! C'est-à-dire que gérants d'actifs et analystes veulent voir ce qui a bougé... Nous avons un groupe de travail avec ces acteurs, que l'on sollicite sur tout cet aspect-là, car je vous le répète, nos vrais clients, au final, ce sont les grands lecteurs. On connaît, on essaye de connaître le plus intimement possible l'utilisation de l'information. De leur côté, si vous modifiez juste l'organisation des phrases d'un paragraphe, il y a une alerte qui se déclenche : ce n'est pas innocent, quelque chose s'est passée !

**(J.-C. D.) :** C'est incroyable. Je ne pensais pas du tout qu'on en était là !

**(L. R.) :** Bien sûr. Leur travail, c'est justement de vérifier ce qui a bougé.

**(E. B. L.) :** C'est-à-dire de détecter les signaux faibles de changement.

**(L. R.) :** Parce qu'ils ne veulent pas passer à côté de quelque chose. Il y a une relation fondamentale avec la notion de confiance : si je ne comprends pas pourquoi ils l'ont fait, j'ai le doute qui s'instigie. Ils ne l'ont pas fait par hasard, mais je ne comprends pas pourquoi ils ont changé cette formulation. Et ce doute-là entame ma confiance. Alors vous voyez, alors que nous, nous serions instinctivement favorables à l'adaptation de l'information au changement de situation, de sorte à actualiser au mieux les informations en fonction de l'évolution des réalités, ne serait-ce que sur des sujets mineurs, en réalité, cela peut très rapidement avoir un effet induit sur la confiance qui peut être négatif.

**(E. B. L.) :** En revanche, lorsque des parties entières des rapports sont modifiées, et non pas seulement quelques phrases, de sorte à aller vers plus de pédagogie, comme en matière de risque ou de gouvernance, là c'est perçu positivement. Mais si c'est un changement de *wording*, sans qu'une amélioration de la clarté et de la transparence de l'information ne soit perceptible, analystes et gérants d'actifs peuvent l'interpréter comme un signal négatif.

**(L. R.) :** Pour reprendre ce que vient de dire Eva, nous sommes bien plus favorables à des réécritures complètes, plus synthétiques et accessibles de chapitres entiers du document de référence, dans une approche journalistique, c'est-à-dire de *plain language*, pour que le lecteur comprenne de façon fluide l'essentiel de l'information, puis son détail. Mais lorsque ce n'est pas nécessaire sur des zones spécifiques du rapport du document, il est préférable de ne pas toucher au texte.

**(J.-C. D.) :** Pensez-vous que le *comply or explain* est un outil de promotion des valeurs éthiques de l'entreprise ? Cette question fait un peu échos à une réflexion que nous avons glanée auprès du HCGE, dont le secrétaire général nous a dit : "Il y a la communication sur la gouvernance. Mais la gouvernance ce n'est pas de la communication". Que vous inspire cette phrase ?

**(L. R.) :** Je pense que les deux sont vraies : il y a de la communication sur la gouvernance, et la gouvernance est aussi de la communication. On communique sur sa gouvernance. Par exemple, je peux vous citer un cas qui nous a valu un *Governance Award* aux Etats-Unis ; les compétences du *board* étaient affichées sur les CV de manière très détaillée. Ce qui nous a intéressé, c'est de faire une cartographie et de lier cette cartographie à la stratégie, c'est-à-dire d'expliquer sur un tableau les vraies forces et faiblesses des compétences à l'aune de la stratégie revendiquée par l'entreprise. Pour des investisseurs, cette approche est passionnante. Airbus l'a fait cette année parce qu'on leur a proposé, et cela va monter en puissance en France, parce que c'est extrêmement pratique. C'est de la

communication, en tout cas c'est comme cela que nous percevons la communication : réorganiser de l'information présente pour que la personne qui la lit y voit tout de suite son intérêt par rapport à ses attentes.

**(E. B. L.) :** Et ce qui importe ce n'est pas vraiment ce qui est dit ou ce qui est fait, mais ce qui est compris par le lecteur au final.

**(L. R.) :** Nous travaillons vraiment beaucoup sur l'économie comportementale, avec BVA et Eric Singler qui est le gourou du *nudge*, et sur la façon dont fonctionne le cerveau par rapport à une information. Le reste, cela ne sert à rien. Nous sommes des spécialistes de la clarté. Jamais en 20 ans un seul de nos clients ne nous a demandé une fois plus d'opacité. Il faut savoir comment on écrit une information que les gens vont apprécier. Et on ne manipule pas pour autant l'information. On essaie de la rendre appréciable, c'est-à-dire de créer de l'émotion chez le lecteur. Cela peut paraître paradoxal, mais nous sommes vraiment éthiques sur le sujet pour autant.

**(M. K.) :** Le *comply or explain* est-il un mécanisme qui contribue à standardiser la gouvernance des grandes sociétés cotées ou au contraire qui permet à chaque société de s'émanciper d'un modèle de gouvernance prêt-à-porter ? C'est la question ici paradoxale du "*one size fits all*", que le *comply or explain* est censé éloigner, mais qu'il réalise en réalité. Le modèle de gouvernance stéréotypé, c'est celui du code, eu égard aux très forts taux de conformité à l'aune de l'ensemble des critères du code ! La technique déclarative de conformité aux bonnes pratiques n'aboutit-elle pas mécaniquement au conformisme ?

**(L. R.) :** Je préférerais que des spécialistes des questions techniques de gouvernance fournissent une position plus documentée que la mienne.

**(E. B. L.) :** Ce qui est sûr pour nous c'est que le *comply or explain* facilite l'exercice de comparaison entre les sociétés.

**(J.-C. D.) :** Selon vous, les mauvaises performances économiques et financières des sociétés pourraient-elles influencer les déclarations de gouvernance ? A l'ANSA, il nous a semblé qu'on trouvait plutôt réaliste la formule "*comply or perform*" : les investisseurs prêteraient peu d'attention à la conformité ou non-conformité au code, à partir du moment où de toute façon les performances de l'entreprise sont là...

**(L. R.) :** Alors, en effet, vous avez des groupes qui ne prêtent pas d'attention particulière aux standards de gouvernance, ou qui se fichent plus ou moins de la transparence de leur structure de gouvernance, et qui affichent des résultats splendides. Ils savent qu'ils vont être appréciés quoi qu'ils disent sur leur gouvernance. Donc, bien entendu, la performance financière, lorsqu'elle est solide, stable, peut permettre des comportements non conformes aux meilleures pratiques. Et il y a un seuil de tolérance des investisseurs avec ces valeurs là tout à fait supérieur à celui qui pourrait exister vis-à-vis de groupes moins performants.

**(J.-C. D.) :** Et pas seulement des comportements non conformes, mais également une moins bonne communication sur des problématiques de gouvernance, de RSE, etc.

**(L. R.) :** Oui, c'est vrai, également sur une moins bonne transparence, voire une certaine opacité, lorsque de toute façon les performances sont présentes durablement. Mais maintenant, je donne tout de même rendez-vous à ce genre de groupe sur la durée... Le risque réputationnel est aujourd'hui un risque majeur, parce que le digital permet immédiatement tout type de rumeur que vous pouvez plus difficilement maîtriser. Le monde est aujourd'hui totalement connecté. Jusqu'à présent, l'information de l'entreprise était compartimentée et étanche. L'information du *board* restait au *board*,

l'information technique était protégée, l'information juridique était protégée... Aujourd'hui, c'est terminé. Compter sur sa performance, au détriment des comportements éthiques et de la transparence sur les structures de gouvernance, fragilise terriblement l'entreprise sur sa durée.

**(E. B. L.)** : La question est celle de la capacité de l'entreprise à créer un capital confiance durable.

**(L. R.)** : Et lorsque ce capital de confiance est créé, à partir de l'image de la société, si les performances devaient être moins bonnes, cette entreprise serait protégée par cette excellente image.

**(E. B. L.)** : Et à l'inverse, nous avons des analystes et des investisseurs qui nous disent que parce qu'ils se sont fait berner, ou parce qu'on a essayé de leur cacher des choses, ils n'investiront plus dans telle ou telle entreprise, quelles que soient ses performances...

**(L. R.)** : Vous ne trompez jamais deux fois un investisseur qui s'est fait trahir en termes de confiance. Mais attention, ces considérations de confiance ne sont évidemment pas réductibles à la seule gouvernance mise en œuvre par l'entreprise. La réputation est un savant mélange de critères, dont la gouvernance n'est qu'un aspect parmi d'autres. Nous travaillons avec *Reputation Institute* aux Etats-Unis, qui montre dans ses classements réputationnels des entreprises qui malgré des pratiques de gouvernance non conformes aux standards usuels, ou des notes de transparence médiocres, peuvent jouir d'une très bonne réputation eu égard à leurs produits, leur savoir-faire, leurs performances financières... Il suffit de voir par exemple nombre de très grands acteurs américains de l'internet, qui ne sont pas des modèles de transparence ou de gouvernance, et qui pourtant peuvent présenter de très bonnes réputations... Cette nouvelle économie n'est pas partie sur les meilleurs standards, et si elle peut bénéficier d'une réputation élevée, elle n'en présente pas moins pour autant un risque réputationnel monstrueux. Ces entreprises sont en réalité beaucoup plus fragiles qu'elles ne le pensent, et devront passer sur des standards en termes de gouvernance et de transparence. Ils sont connus de 95 % de la planète, donc si des informations filtrent sur des problèmes éthiques ou RSE, ils le payent immédiatement et pour longtemps. Certaines entreprises ont pu être éclaboussées voici 15 ou 20 ans par des problèmes de travail des enfants en Asie, elles le payent encore aujourd'hui... Et alors même qu'à l'époque, il n'y avait pas la même diffusion d'informations qu'aujourd'hui. Actuellement, imaginez-vous des problèmes de cet ordre ; tout se répand comme une trainée de poudre et c'est un incendie... Ces entreprises sont beaucoup plus fragiles qu'on ne le pense sur ces risques réputationnels.

**(E. B. L.)** : D'autant plus sur l'information qu'ils cadent, si elle est vraiment différente de celle qui commence à émerger. On n'est plus possesseur de son information aujourd'hui. C'est ça la différence. Les entreprises qui pensent encore la maîtriser, la posséder, se trompent. Il faut s'adapter à ces nouvelles contraintes, en donnant un maximum d'informations vraies pour justement faire barrage à des fausses informations, pour pouvoir réagir.

**(J.-C. D.)** : Il faut donc anticiper le risque informationnel et réputationnel...

**(L. R.)** : Lequel est majeur aujourd'hui. On voit des groupes qui font vraiment des efforts, alors même qu'ils se positionnent sur des marchés *a priori* non éthiques, ou qui sont stigmatisés pour les conséquences sociales ou en termes de santé publique de leurs activités. Ils peuvent être très demandeurs des meilleures pratiques, alors que d'autres, même s'ils ont une bonne réputation auprès du public, n'en sont absolument pas demandeurs.

**(J.-C. D.)** : Mais justement, comment analysez-vous cela ? Parfois des sociétés communiquent en mode défensif, dès lors qu'elles ont des activités qui socialement présentent des risques ou souffrent de mauvaises réputations. On peut parler par exemple de l'industrie du tabac, où notamment aux Etats-Unis les énergies dépensées en termes de communication "éthique" ont été considérables pendant

des décennies. Mais comment analysez-vous cela ? Il se sont trompés en minimisant les risques ? Vous, vous auriez joué une transparence totale ? Mais cela aurait été anti-business par rapport à leur activité... C'est compliqué d'avoir une communication existentialiste en business.

**(L. R.) :** Mais le business durable, c'est un business qui intègre son activité. Si vous vendez du pétrole, vous vendez du pétrole. Après ça, l'idée est de dire : je veux être cette société qui vend du pétrole de la manière la plus performante pour le monde...

**(J.-C. D.) :** Mais à un moment donné, j'imagine une certaine forme de rejet de la part des destinataires de l'information, parce que les petits papillons et les fleurs sur la communication d'entreprises notoirement connues pour les conséquences environnementales néfastes de leurs activités, cela peut s'essouffler, voire être contreproductif dans le message véhiculé. On promeut une image, au travers de valeurs éthiques, de responsabilité sociale et sociétale, qui ne correspond pas vraiment au business de base de l'entreprise. A un moment donné, il y a forcément un contraste, et gérer ce contraste ne me paraît pas être synonyme de parfaite transparence...

**(L. R.) :** Mais l'essentiel est de dire : soyons la meilleure marque durable de pétrole, soyons la meilleure marque durable d'alcool. Leur enjeu est de se dire : OK, nous vendons, produisons quelque chose qui peut être nuisible, mais comment on peut faire pour montrer que dans ce secteur d'activité, certes dangereux, c'est nous qui travaillons le plus sur la pédagogie, sur la façon de bien se comporter, de bien utiliser le produit. Vous pouvez tout à fait participer dans ce système à une démarche responsable, et communiquer sur cette démarche... ou pas. C'est un choix. Nous pensons qu'il se vendra de l'alcool, du pétrole, des armes, que sais-je encore, durablement... Ce n'est pas le fait que ces secteurs d'activité et ces marchés existent qui pose problème, c'est la façon de vendre ces produits et ces services qui est un enjeu. Cette façon permet potentiellement d'avoir une entreprise financièrement et durablement forte, si elle se conduit bien et que les parties prenantes le savent au travers d'une information claire et pertinente. Après, nous ne sommes pas des juges du secteurs d'activité ou du business de l'entreprise.

## **ANNEXE 4 : Les variables dépendantes françaises testées**

### **Code AFEP-MEDEF, version novembre 2015**

*Pour les versions antérieures des recommandations, présentant potentiellement quelques dissemblances, mais également intégrées dans le champ de l'étude, nous renvoyons aux versions du code AFEP-MEDEF de 2010 et 2013.*

**Ind crit** (art. 9.3, 9.4) :

- 9.3.** La qualification d'administrateur indépendant doit être débattue par le comité des nominations et revue chaque année par le conseil d'administration avant la publication du rapport annuel.

Il appartient au conseil d'administration, sur proposition du comité des nominations, d'examiner au cas par cas la situation de chacun de ses membres au regard des critères énoncés ci-dessous, puis de porter à la connaissance des actionnaires dans le rapport annuel et à l'assemblée générale lors de l'élection des administrateurs, les conclusions de son examen, de telle sorte que l'identification des administrateurs indépendants ne soit pas le fait de la seule direction de la société mais du conseil lui-même.

Le conseil d'administration peut estimer qu'un administrateur, bien que remplissant les critères ci-dessous, ne doit pas être qualifié d'indépendant compte tenu de sa situation particulière ou de celle de la société, eu égard à son actionnariat ou pour tout autre motif.

Inversement, le conseil peut estimer qu'un administrateur ne remplissant pas les critères ci-dessous est cependant indépendant.

- 9.4.** Les critères que doivent examiner le comité et le conseil afin de qualifier un administrateur d'indépendant et de prévenir les risques de conflit d'intérêts entre l'administrateur et la direction, la société ou son groupe, sont les suivants :

- ne pas être salarié ou dirigeant mandataire social de la société, ni salarié, o administrateur de sa société mère ou d'une société que celle-ci consolide et ne pa l'avoir été au cours des cinq années précédentes ;
- ne pas être dirigeant mandataire social d'une société dans laquelle la société détient directement ou indirectement un mandat d'administrateur ou dans laquelle un salari désigné en tant que tel ou un dirigeant mandataire social de la société (actuel o l'ayant été depuis moins de cinq ans) détient un mandat d'administrateur<sup>9</sup> ;
- ne pas être<sup>9</sup> client, fournisseur, banquier d'affaires, banquier de financement :
  - significatif de la société ou de son groupe,
  - ou pour lequel la société ou son groupe représente une part significative d l'activité.

L'appréciation du caractère significatif ou non de la relation entretenue avec la société ou son groupe doit être débattue par le conseil et les critères ayant conduit à cette appréciation, explicités dans le document de référence :

- ne pas avoir de lien familial proche avec un mandataire social ;
- ne pas avoir été commissaire aux comptes de l'entreprise au cours des cinq années précédentes ;
- ne pas être administrateur de l'entreprise depuis plus de douze ans<sup>10</sup>.

Bien qu'étant un dirigeant mandataire social, un président du conseil peut être considéré comme indépendant, si la société le justifie au regard des critères énoncés ci-dessus.



**Comp ind board dir** (art. 9.2) :

- 9.2.** Même si la qualité du conseil d'administration ne saurait se résumer en un pourcentage d'administrateurs indépendants, les administrateurs devant être avant tout intègres, compétents, actifs, présents et impliqués, il est important d'avoir au sein du conseil d'administration une proportion significative d'administrateurs indépendants qui non seulement répond à une attente du marché, mais également est de nature à améliorer la qualité des délibérations.

La part des administrateurs indépendants doit être de la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle. Dans les sociétés contrôlées<sup>7</sup>, la part des administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers. Les administrateurs représentant les actionnaires salariés ainsi que les administrateurs représentant les salariés ne sont pas comptabilisés pour établir ces pourcentages.

**Formal board eval** (art. 10.3) :

- 10.3.** L'évaluation doit être effectuée selon les modalités suivantes :

- une fois par an, le conseil d'administration doit consacrer un point de son ordre du jour à un débat sur son fonctionnement ;
- une évaluation formalisée doit être réalisée tous les trois ans au moins. Elle peut être mise en œuvre, sous la direction du comité en charge de la sélection ou des nominations ou d'un administrateur indépendant, avec l'aide d'un consultant extérieur ;
- les actionnaires doivent être informés chaque année dans le rapport annuel de la réalisation des évaluations et, le cas échéant, des suites données à celles-ci.

**Ann ind meet** (art. 10.4) :

- 10.4.** Il est recommandé que les administrateurs non exécutifs se réunissent périodiquement hors la présence des administrateurs exécutifs ou internes. Le règlement intérieur du conseil d'administration devrait prévoir une réunion par an de cette nature, au cours de laquelle serait réalisée l'évaluation des performances du président, du directeur général, du ou des directeurs généraux délégués et qui serait l'occasion périodique de réfléchir à l'avenir du management.

**Length of term** (art. 14) ; **Individualized nom** (art. 14) :

**14. LA DUREE DES FONCTIONS DES ADMINISTRATEURS**

---

Sans affecter celle des mandats en cours, la durée du mandat des administrateurs, fixée par les statuts<sup>12</sup>, ne doit pas excéder quatre ans de sorte que les actionnaires soient amenés à se prononcer avec une fréquence suffisante sur leur élection.

L'échelonnement des mandats doit être organisé de façon à éviter un renouvellement en bloc et à favoriser un renouvellement harmonieux des administrateurs.

**Comp audit com** (art. 16.1) :

**16.1. Sa composition**

Les membres du comité d'audit doivent avoir une compétence financière ou comptable.

La part des administrateurs indépendants dans le comité d'audit doit être au moins de deux tiers et le comité ne doit comprendre aucun dirigeant mandataire social.

La nomination ou la reconduction du président du comité d'audit, proposée par le comité des nominations, doit faire l'objet d'un examen particulier de la part du conseil.

**Funct audit com** (art. 16.2, 16.3) :

**16.2. Ses missions**

Les commissaires aux comptes doivent notamment être entendus lors des réunions du comité traitant de l'examen du processus d'élaboration de l'information financière et de l'examen des comptes, afin de rendre compte de l'exécution de leur mission et des conclusions de leurs travaux.

**16.3. Ses modalités de fonctionnement**

Le comité d'audit doit entendre les commissaires aux comptes, mais également les directeurs financiers, comptables et de la trésorerie. Ces auditions doivent pouvoir se tenir, lorsque le comité le souhaite, hors la présence de la direction générale de l'entreprise.

**Exam per aud** (art. 16.2.1) :

**16.2.1. L'examen des comptes**

Les délais d'examen des comptes doivent être suffisants (au minimum deux jours avant l'examen par le conseil).

**Comp nom com** (art. 17.1) :

**17.1. Sa composition et ses modalités de fonctionnement**

Il ne doit comporter aucun dirigeant mandataire social et doit être composé majoritairement d'administrateurs indépendants.

Toutefois, le dirigeant mandataire social exécutif est associé aux travaux du comité de sélection ou des nominations. En cas de dissociation des fonctions de président et de directeur général, le président peut être membre de ce comité.

**Comp rem com** (art. 18.1, 18.2) :

**18.1. Sa composition**

Il ne doit comporter aucun dirigeant mandataire social et doit être composé majoritairement d'administrateurs indépendants. Il doit être présidé par un administrateur indépendant. Il est conseillé qu'un administrateur salarié soit membre du comité.

**18.2. Ses modalités de fonctionnement**

Ses comptes rendus d'activité au conseil d'administration doivent permettre au conseil d'être pleinement informé, facilitant ainsi ses délibérations. Lors de la présentation du compte rendu des travaux du comité sur les rémunérations, il est nécessaire que le conseil délibère sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux hors la présence de ceux-ci.

Le rapport annuel doit comporter un exposé sur l'activité du comité des rémunérations au cours de l'exercice écoulé.

**Empl contract** (art. 22) :

**22. LA CESSATION DU CONTRAT DE TRAVAIL EN CAS DE MANDAT SOCIAL**

---

Il est recommandé, lorsqu'un salarié devient dirigeant mandataire social de l'entreprise, de mettre fin au contrat de travail qui le lie à la société ou à une société du groupe, soit par rupture conventionnelle, soit par démission<sup>22</sup>.

Cette recommandation s'applique aux président, président directeur général, directeur général dans les sociétés à conseil d'administration, au président du directoire, au directeur général unique dans les sociétés à directoire et conseil de surveillance, aux gérants dans les sociétés en commandite par actions.

Elle ne vise pas les collaborateurs d'un groupe de sociétés qui, au sein de ce dernier, exercent des fonctions de dirigeant mandataire social dans une filiale du groupe, qu'elle soit cotée ou non cotée.

**Mand shar retent** (art. 23.2.1) :

### **23.2.1. Obligation de conservation d'actions**

Le président du conseil, le directeur général, les directeurs généraux délégués, les membres du directoire ou le gérant d'une société en commandite par actions doivent conserver au nominatif, jusqu'à la fin de leurs fonctions, un nombre significatif d'actions fixé périodiquement par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance. Le nombre de titres, qui peut provenir de levées d'options d'actions ou d'actions de performance, doit être important et croissant, le cas échéant jusqu'à un niveau déterminé par le conseil.

Le conseil peut retenir pour chaque dirigeant mandataire social soit une référence à la rémunération annuelle, soit un nombre fixe significatif d'actions, soit s'il s'agit d'actions issues de levées d'options ou d'actions de performance, un pourcentage significatif de la plus-value nette de prélèvements sociaux et fiscaux et frais relatifs à la transaction, soit une combinaison de ces références.

Quelle que soit la norme retenue, elle devra être compatible avec d'éventuels critères de performance et être périodiquement révisée à la lumière de la situation du dirigeant mandataire social, et au moins à chaque renouvellement du mandat social.

**Cond so / per sh** (art. 23.2.4) :

### **23.2.4. Options d'actions et actions de performance**

- **Attribution**

Les attributions d'options et d'actions aux dirigeants mandataires sociaux doivent prévoir des conditions de performance.

Un dirigeant mandataire social ne peut se voir attribuer des options d'actions ou des actions de performance au moment de son départ.

Par ailleurs, il convient de :

- conditionner, suivant des modalités fixées par le conseil et rendues publiques à leur attribution, les actions de performance attribuées aux dirigeants mandataires sociaux à l'achat d'une quantité définie d'actions lors de la disponibilité des actions attribuées.

- **Exercice**

L'exercice par les dirigeants mandataires sociaux de la totalité des options et l'acquisition des actions doivent être liés à des conditions de performance sérieuses et exigeantes à satisfaire sur une période de plusieurs années consécutives, ces conditions pouvant être des conditions de performance internes à l'entreprise ou externes, c'est-à-dire liées à la performance d'autres entreprises, d'un secteur de référence... Lorsque cela est possible et pertinent, ces conditions de performance internes et externes sont combinées.

**Cond arriv pay** (art. 23.2.5) :

**23.2.5. Indemnités de prise de fonctions, de départ et de non-concurrence**

- **Indemnités de prise de fonctions**

Une indemnité de prise de fonctions ne peut être accordée qu'à un nouveau dirigeant mandataire social venant d'une société extérieure au groupe. Dans ce cas, son montant doit être rendu public au moment de sa fixation.

**Cond exit pay GP** (art. 23.2.5) :

**23.2.5. Indemnités de prise de fonctions, de départ et de non-concurrence**

La loi donne un rôle majeur aux actionnaires en soumettant ces indemnités prédéfinies, versées à la cessation des fonctions de dirigeant mandataire social, à la procédure des conventions réglementées. Elle impose une transparence totale et soumet les indemnités de départ à des conditions de performance. Ces conditions de performance doivent être appréciées sur deux exercices au moins.

Ces conditions de performance fixées par les conseils doivent être exigeantes et n'autoriser l'indemnisation d'un dirigeant qu'en cas de départ contraint, quelle que soit la forme que revêt ce départ, et lié à un changement de contrôle ou de stratégie.

Le versement d'indemnités de départ à un dirigeant mandataire social doit être exclu s'il quitte à son initiative la société pour exercer de nouvelles fonctions, ou change de fonctions à l'intérieur d'un groupe, ou encore s'il a la possibilité de faire valoir à brève échéance ses droits à la retraite.

L'indemnité de départ ne doit pas excéder, le cas échéant, deux ans de rémunération (fixe et variable). Lorsqu'une clause de non-concurrence est en outre mise en œuvre, le cumul des deux indemnités ne peut excéder ce plafond (*v. infra*).

**Cond exit pay NC** (art. 23.2.5) :

- **Indemnités de non-concurrence**

L'indemnité de non-concurrence ne doit pas excéder, le cas échéant, un plafond de deux ans de rémunération (fixe + variable).

Lorsqu'une indemnité de départ doit en outre être versée, le cumul des deux indemnités ne peut dépasser ce plafond (*v. supra*).



**Cond exit pay RP** (art. 23.2.6) :

**23.2.6. Régimes de retraite supplémentaires**

Afin de prévenir tout abus, et en complément des règles légales<sup>26</sup>, il est nécessaire de poser les règles suivantes (sous réserve des plans fermés à de nouveaux bénéficiaires qui ne peuvent plus être modifiés) :

- un tel avantage doit être pris en compte dans la fixation globale de la rémunération sur la base des principes généraux énoncés ci-dessus ;
- le groupe des bénéficiaires potentiels doit être sensiblement plus large que les seuls mandataires sociaux ;
- les bénéficiaires doivent satisfaire à des conditions raisonnables d'ancienneté dans l'entreprise, d'au minimum deux ans, fixées par le conseil d'administration pour bénéficier des prestations d'un régime de retraite à prestations définies ;
- la période de référence prise en compte pour le calcul des prestations doit être de plusieurs années et toute augmentation artificielle de la rémunération sur cette période à la seule fin d'augmenter le rendement du régime de retraite est à proscrire ;
- les systèmes donnant droit immédiatement ou au terme d'un petit nombre d'années à un pourcentage élevé de la rémunération totale de fin de carrière sont de ce fait à exclure ;
- en outre, des informations sur les droits potentiels ouverts à titre individuel, notamment le revenu de référence et le pourcentage maximum dudit revenu auquel donnerait droit le régime de retraite supplémentaire, doivent être rendues publiques. Ce pourcentage ne saurait être supérieur à 45 % du revenu de référence (rémunérations fixes et variables dues au titre de la période de référence).

**SOP (art. 24.3) :**

**24.3. Consultation des actionnaires sur la rémunération individuelle des dirigeants mandataires sociaux<sup>27</sup>**

Le conseil doit présenter à l'assemblée générale ordinaire annuelle la rémunération des dirigeants mandataires sociaux. Cette présentation porte sur les éléments de la rémunération due ou attribuée au titre de l'exercice clos à chaque dirigeant mandataire social :

- la part fixe ;
- la part variable annuelle et, le cas échéant, la partie variable pluriannuelle avec les objectifs contribuant à la détermination de cette part variable ;
- les rémunérations exceptionnelles ;
- les options d'actions, les actions de performance et tout autre élément de rémunération de long terme ;
- les indemnités liées à la prise ou à la cessation des fonctions ;
- le régime de retraite supplémentaire ;
- les avantages de toute nature.

Cette présentation est suivie d'un vote consultatif des actionnaires. Il est recommandé de présenter au vote des actionnaires une résolution pour le directeur général ou le président du directoire et une résolution pour le ou les directeurs généraux délégués ou les autres membres du directoire. Lorsque l'assemblée générale ordinaire émet un avis négatif, le conseil, sur avis du comité des rémunérations, délibère sur ce sujet lors d'une prochaine séance et publie immédiatement sur le site internet de la société un communiqué mentionnant les suites qu'il entend donner aux attentes exprimées par les actionnaires lors de l'assemblée générale.

**ANNEXE 5 : Niveaux de non-conformité aux variables de gouvernance**

**Déclarations de non-conformité par variables de gouvernance du code AFEP-MEDEF testées, émises en France par les sociétés du SBF 120, sur les exercices 2011 à 2015 (en volume de déclarations sur la période ; présentation par années)**

	2011	2012	2013	2014	2015	Total période
own crit	28	36	33	30	32	159
Comp ind board dir	29	26	18	12	10	95
Formal board eval	8	9	12	16	11	56
Ann ind meet	2	2	9	14	13	40
Length of term	19	15	15	16	6	71
Individualized nom	10	9	7	7	5	38
Comp audit com	23	29	26	17	15	110
Funct audit com	3	2	1	1	1	8
Exam per aud	6	11	15	22	21	75
Comp nom com	16	18	20	22	12	88
Comp rem com	18	19	27	26	19	109
Empl contract	14	15	18	20	19	86
Mand shar retent	2	4	7	9	8	30
Cond so / per sh	13	20	26	32	30	121
Cond arriv pay	NC	NC	0	4	0	4
Cond exit pay GP	8	8	8	10	11	45
Cond exit pay NC	4	5	7	5	6	27
Cond exit pay RC	9	11	11	12	10	53
SOP	0	0	2	1	0	3
Total (Code AFEP-MEDEF)	102	100	101	104	104	511

NC = non-concerné



**Déclarations de non-conformité par variables de gouvernance du *Deutscher Corporate Governance Kodex* testées, émises en Allemagne par les sociétés du DAX 30 et M DAX 50, sur les exercices 2011 à 2015  
(en volume de déclarations sur la période ; présentation par années)**

	2011	2012	2013	2014	2015	Total période
D&O deduct	15	14	14	15	14	72
comp cap	NC	NC	19	19	18	56
comp struct	8	8	7	6	7	36
pension schemes	1	1	8	9	9	28
cond exit pay GP	19	15	13	14	11	72
re-app	1	2	1	0	0	4
max age	7	8	9	9	9	42
chair sup board rank	NC	NC	NC	NC	1	1
chair sup board incomp	0	4	3	4	4	15
audit com set up	3	4	6	6	4	23
audit com chairman skill	1	2	2	3	3	11
audit com chairman ind	NC	NC	NC	4	4	8
nom com set up	5	7	5	5	6	28
comp nom com	7	7	7	9	9	39
comp board objec	17	19	21	19	31	107
ind dir into board	0	2	2	1	1	6
two form manag max	0	1	0	0	0	1
no dir compet hold	0	2	1	1	0	4
indi appoint sup board	0	2	3	2	1	8
manag max accum	1	1	1	2	4	9
reg bas effi exam	0	0	0	0	0	0
Total (Deutscher Kodex)	65	68	70	72	76	351

NC = non-concerné

**Déclarations de non-conformité par variables de gouvernance du *UK Corporate Governance Code* testées, émises au Royaume-Uni par les sociétés du FTSE 100, sur les exercices 2011 à 2015**  
(en volume de déclarations sur la période ; présentation par années)

	2011	2012	2013	2014	2015	Total période
Ind crit	24	26	29	26	25	130
Comp ind board dir	10	6	6	7	5	34
CEO/Chair separation	2	3	2	3	2	12
CEO/Chair transition	0	1	0	0	0	1
Ind Chair	5	4	4	3	3	19
Senior ind dir	2	1	1	1	1	6
Board meet without exe	0	0	0	0	0	0
Non-exe ann meet without chair	3	0	0	0	0	3
Comp nom com	4	0	1	0	1	6
Chair nom com	0	0	0	0	0	0
Non-exe dir appoint/term	1	0	0	0	0	1
Appoint chair/non-exe ext consult or open ad	0	0	0	0	0	0
Exe dir accumul	1	0	0	0	1	2
Formal board eval	2	3	3	5	2	15
Ann re-election	1	2	1	0	1	5
Comp audit com	5	3	1	2	2	13
Funct audit com	0	0	0	0	0	0
Non-exe share/perform rem prohib	0	1	1	1	0	3
No dir involv own rem	0	0	0	0	0	0
Comp rem com	9	3	2	3	3	20
Rem com supervis senior manag	2	3	2	2	3	12
Sharehol/non-exe dir and senior ind dir relation	3	3	2	3	3	14
Gen meet reso	0	0	0	0	0	0
Cond share-based rem	0	0	1	1	1	3
Sal pension	0	0	0	0	0	0
Total (UK Code)	94	95	98	98	100	485



**ANNEXE 6 : Répartition du nombre des entreprises ayant déclarées des écarts en fonction des méta-variables**

**En France**

<b>Méta-variables</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Statut individuel de l'administrateur	48	52	46	44	39
Composition du conseil et des comités	45	47	47	45	34
Fonctionnement du conseil	9	10	20	27	21
Fonctionnement du comité d'audit	9	12	15	22	22
Statut individuel du dirigeant	22	25	27	30	27
Rémunération des dirigeants lors de la prise et de la cessation des fonctions	10	11	13	18	13
Rémunération des dirigeants en actions	14	21	30	38	38
Total des entreprises se rattachant au code français (AFEP-MEDEF)	102	100	101	104	104

**En Allemagne**

<b>Méta-variables</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Statut individuel de l'administrateur	1	4	5	3	1
Composition du conseil et des comités	19	25	28	30	38
Existence et fonctionnement de comités	7	8	11	12	11
Age des dirigeants	7	8	9	9	9
Statut individuel des dirigeants	16	15	21	22	21
Rémunération des dirigeants lors de la cessation des fonctions	19	15	13	14	11
Rémunération courante des dirigeants	8	8	24	22	22
Total des entreprises se rattachant au code allemand ( <i>Deutscher Kodex</i> )	65	68	70	72	76

**Au Royaume-Uni**

<b>Méta-variables</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Statut individuel de l'administrateur	27	27	30	26	26
Composition du conseil et des comités	24	20	15	18	16
Fonctionnement du conseil et des comités	6	6	5	7	5
Rémunération des dirigeants en actions	0	0	1	1	1
Total des entreprises se rattachant au code britannique ( <i>UK Corporate Governance Code</i> )	94	95	98	98	100



### ANNEXE 7 : Matrice des corrélations entre les variables indépendantes

La matrice de corrélation est utilisée pour apprécier la dépendance entre plusieurs variables indépendantes. Si la valeur d'un coefficient de corrélation entre deux variables est trop forte, les deux variables ne doivent pas être intégrées simultanément dans le modèle de régression.

#### Matrice de corrélation des variables indépendantes : échantillon français

Variabiles	ROA	RP	RET	Δ Actif	Actifs Corporel	R&D	Dettes	Cap. Inv. Inst.	Cap. Emp.	Cap. Insiders	Volatilité	Taille
ROA	1,00											
RP	,591**	1,00										
RET	0,06	-0,02	1,00									
Δ Actif	,233**	,121**	0,05	1,00								
Actifs Corporel	0,06	,198**	-0,09	0,01	1,00							
R&D	,147**	-0,08	0,04	0,05	0,07	1,00						
Dettes	-0,08	,115*	-0,07	-0,06	,379**	-,223**	1,00					
Cap. Inv. Inst.	-0,02	0,06	-0,06	-0,06	-0,03	-0,05	,158**	1,00				
Cap. Emp.	,189**	,127**	0,06	,110*	,111*	-,112*	-0,09	-,135**	1,00			
Cap. Insiders	-0,04	-0,03	0,01	0,02	0,02	-,125*	-,103*	-,273**	,295**	1,00		
Volatilité	-,366**	-,403**	0,00	-,181**	-,170**	0,05	0,08	,237**	-,180**	0,02	1,00	
Taille	,358**	,415**	-0,05	,210**	,175**	0,06	-,097*	-,175**	,114*	-0,04	-,454**	1,00

\*\* . La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

\* . La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

#### Matrice de corrélation des variables indépendantes : échantillon allemand

Variabiles	ROA	RP	RET	Δ Actif	Actifs Corporel	R&D	Dettes	Cap. Inv. Inst.	Cap. Emp.	Cap. Insiders	Volatilité	Taille
ROA	1											
RP	,428**	1										
RET	,081	,035	1									
Δ Actif	,124**	,096*	,186**	1								
Actifs Corporel	-,002	,124**	-,106*	-,059	1							
R&D	,111*	,166**	,002	-,008	-,154**	1						
Dettes	,050	,055	-,060	-,047	,401**	-,083	1					
Cap. Inv. Inst.	-,029	-,128**	,092*	,076	-,073	-,023	-,050	1				
Cap. Emp.	,303**	,129**	,100*	,165**	-,027	-,096*	-,161**	-,048	1			
Cap. Insiders	,164**	,099*	,009	,107*	,060	-,190**	-,087	-,058	,564**	1		
Volatilité	-,081	-,027	,176**	,092*	-,005	-,161**	-,309**	,093*	,298**	,282**	1	
Taille	-,095*	-,019	-,283**	-,138**	,028	,152**	,060	-,212**	-,201**	-,153**	-,365**	1

\*\* . La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

\* . La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

Matrice de corrélation des variables indépendantes : échantillon britannique

Variables	ROA	RP	RET	Δ Actif	Actifs Corporel	R&D	Dettes	Cap. Inv. Inst.	Cap. Emp.	Cap. Insiders	Volatilité	Taille
ROA	1,000											
RP	,517**	1,000										
RET	,181**	,052	1,000									
Δ Actif	,302**	,164**	,170**	1,000								
Actifs Corporel	,187**	,086	-,132**	,026	1,000							
R&D	,193**	,155**	-,094*	-,102*	,224**	1,000						
Dettes	,175**	,081	-,068	-,037	,480**	,154**	1,000					
Cap. Inv. Inst.	,001	-,137**	,031	,133**	-,017	-,002	-,065	1,000				
Cap. Emp.	,055	,054	,055	,151**	-,066	-,252**	-,156**	-,028	1,000			
Cap. Insiders	,115*	,140**	,091	,115*	-,056	-,279**	-,060	-,015	,423**	1,000		
Volatilité	-,137**	-,038	,144**	,052	-,123**	-,375**	-,374**	,097*	,266**	,369**	1,000	
Taille	-,087	-,059	-,286**	-,174**	,086	,317**	,087	-,127**	-,223**	-,266**	-,360**	1,000

\*\* . La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

\* . La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

## Table des matières

<b>Sommaire .....</b>	<b>5</b>
<b>Introduction .....</b>	<b>7</b>
<b>1<sup>ère</sup> partie : Analyse de la valeur de la gouvernance d'entreprise.....</b>	<b>17</b>
<b>Chapitre 1 : La valeur juridique des normes de gouvernance d'entreprise .....</b>	<b>19</b>
<b><i>I : Le renforcement de la légitimité des auteurs des codes de gouvernance : un symbole à atteindre ?.....</i></b>	<b>25</b>
<b>A/ La singularité de la situation française .....</b>	<b>25</b>
<b>B/ De l'utilité symbolique de renforcer la légitimité de l'auteur du code.....</b>	<b>29</b>
<b><i>II : Promouvoir l'obligatorité des codes de gouvernance : un mouvement tangible.....</i></b>	<b>38</b>
<b>A/ Promouvoir un contexte contraignant de mise en œuvre des recommandations de gouvernance.....</b>	<b>38</b>
1) <i>L'obligatorité du rattachement à un code et du code de rattachement.....</i>	<i>38</i>
2) <i>L'effectivité de la soumission des recommandations au comply or explain .....</i>	<i>42</i>
a : Le cas allemand.....	43
b : Le cas britannique.....	44
c : Le cas français .....	45
3) <i>La sanction des déclarations de gouvernance .....</i>	<i>47</i>
a : La sanction des déclarations de gouvernance en droit pénal .....	52
b : La sanction des déclarations de gouvernance en droit de la régulation.....	53
c : L'indemnisation en droit civil de la victime de déclarations de gouvernance.....	56
<b>B/ Promouvoir le caractère contraignant de recommandations de gouvernance.....</b>	<b>59</b>
1) <i>Instauration d'un comité d'audit et la consécration corrélative de l'administrateur indépendant .....</i>	<i>62</i>
2) <i>La parité femmes – hommes dans les conseils .....</i>	<i>75</i>
3) <i>Le Say on Pay.....</i>	<i>81</i>
<b>Conclusion du chapitre 1 : .....</b>	<b>89</b>
<b>Chapitre 2 : La valeur de la gouvernance d'entreprise en sciences de gestion .....</b>	<b>91</b>
<b><i>I : Cadre théorique et efficacité des modèles de gouvernance.....</i></b>	<b>93</b>
<b>A/ Les courants théoriques de la gouvernance d'entreprise .....</b>	<b>93</b>
<b>B/ La bonne gouvernance : entre convergence et divergence .....</b>	<b>97</b>
1) <i>Des principes universels de gouvernance pour une meilleure performance ?.....</i>	<i>97</i>
a : La convergence des principes de gouvernance .....	97
b : Les hypothèses de la performance dans une approche normative de la gouvernance.....	99
c : Les travaux de recherche sur l'utilité des codes de bonne conduite et la performance...	100
2) <i>La performance, conséquence de mécanismes spécifiques de gouvernance .....</i>	<i>108</i>
a : La divergence des principes de gouvernance .....	108
b : Les spécificités des liens de causalité entre mécanismes de gouvernance et performance .....	110



<b>II : Mécanismes spécifiques de gouvernance et valeur d'entreprise .....</b>	<b>112</b>
<b>A/ Caractéristiques du conseil d'administration et performance financière de l'entreprise ..</b>	<b>112</b>
1) La taille du conseil.....	113
2) L'indépendance des administrateurs .....	114
3) Réflexion sur le lien de causalité entre conseil d'administration et performance .....	115
<b>B/ La sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance financière des entreprises .....</b>	<b>118</b>
1) La relation entre rémunération des dirigeants et performance financière.....	118
2) Le caractère endogène de la politique de rémunération des dirigeants.....	120
<b>C/ La relation entre la structure du capital et la performance d'entreprise .....</b>	<b>123</b>
1) Proportion du capital détenu par des insiders de l'entreprise et performance .....	124
2) Le caractère endogène des capitaux détenus par les insiders .....	125
<b>D/ La gouvernance d'entreprise fonction des caractéristiques propres à l'entreprise .....</b>	<b>129</b>
1) Secteur d'activité et gouvernance d'entreprise .....	129
2) La croissance et la gouvernance des entreprises .....	129
3) L'étendue des dépenses discrétionnaires et la gouvernance des entreprises.....	129
4) La volatilité des marchés et la gouvernance des entreprises.....	130
 <b>Conclusion du chapitre 2 : .....</b>	<b>131</b>
 <b>Conclusion de la 1<sup>ère</sup> partie : .....</b>	<b>133</b>
 <b>2<sup>ème</sup> partie : L'hypothèse d'une gouvernance des valeurs de l'entreprise .....</b>	<b>135</b>
 <b>Chapitre 1 : La pertinence de l'hypothèse soumise à une démarche qualitative .....</b>	<b>137</b>
<b>I : L'hypothèse soumise à questionnaire .....</b>	<b>139</b>
<b>A/ Les résultats sur les 12 questions ayant trait directement ou indirectement à l'hypothèse .....</b>	<b>139</b>
<b>B/ Analyse des résultats .....</b>	<b>145</b>
<b>II : L'hypothèse soumise à entretiens .....</b>	<b>146</b>
<b>A/ Entretien avec l'Association Nationale des Actionnaires de France (ANAF).....</b>	<b>147</b>
<b>B/ Entretien avec l'Association Nationale des Sociétés par Actions (ANSA) .....</b>	<b>149</b>
<b>C/ Entretien avec l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) .....</b>	<b>153</b>
<b>D/ Entretien avec Deminor .....</b>	<b>156</b>
<b>E/ Entretien avec le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (HCGE).....</b>	<b>159</b>
<b>F/ Entretien avec L'Institut Français des Administrateurs (IFA) .....</b>	<b>162</b>
<b>G/ Entretien avec Labrador .....</b>	<b>164</b>
 <b>Conclusion du chapitre 1 : .....</b>	<b>167</b>
 <b>Chapitre 2 : La validité de l'hypothèse testée par une démarche économétrique .....</b>	<b>169</b>
<b>I : Mise en place de la phase économétrique.....</b>	<b>170</b>
<b>A/ Sélection des variables dépendantes (ou expliquées) et détermination des champs de l'étude .....</b>	<b>170</b>
<b>B/ Retour d'expérience sur le dépouillement des déclarations de gouvernance .....</b>	<b>180</b>
1) Quelques impressions sur le contenu des déclarations françaises .....	180

2) Quelques impressions sur les cultures de conformité en France, en Allemagne et au Royaume-Uni	189
3) Retour d'expérience de M. Ammar Sharkatli, professeur associé à l'EDHEC.....	193
<b>C/ Résultats statistiques.....</b>	<b>195</b>
1) Niveaux de conformité totale ou partielle des sociétés .....	195
2) Niveaux de non-conformité des sociétés aux variables de gouvernance.....	198
3) Nombre de variables de gouvernance auxquelles les sociétés se déclarent non-conformes	201
<b>II : Analyse économétrique.....</b>	<b>202</b>
<b>A/ Méthodologie de recherche et description des méta-variables .....</b>	<b>202</b>
1) Définition et description des méta-variables dépendantes liées aux déclarations de gouvernance.....	202
a : Elaboration de méta-variables dépendantes liées aux déclarations de gouvernance .....	203
b : Analyse statistique descriptive des méta-variables dépendantes liées aux déclarations de gouvernance .....	205
2) Définition et description des variables indépendantes liées à la performance et à la structure de la société.....	209
a : Définition des variables indépendantes liées à la performance et à la structure de la société .....	209
b : Analyse statistique descriptive des variables indépendantes liées à la performance et à la structure de la société .....	214
<b>B/ Etude économétrique de l'impact des variables de performance sur les déclarations de gouvernance.....</b>	<b>217</b>
1) Présentation du modèle économétrique.....	217
2) Analyse des résultats de régression .....	218
<b>Conclusion du chapitre 2 : .....</b>	<b>225</b>
<b>Conclusion de la 2<sup>ème</sup> partie : .....</b>	<b>227</b>
<b>Conclusion générale : .....</b>	<b>233</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>235</b>
<b>ANNEXES .....</b>	<b>251</b>
<b>ANNEXE 1 : Questionnaire en ligne, version française .....</b>	<b>253</b>
<b>ANNEXE 2 : Questionnaire en ligne, version anglaise .....</b>	<b>269</b>
<b>ANNEXE 3 : Entretiens menés dans le cadre de la démarche qualitative.....</b>	<b>285</b>
<b>ANNEXE 4 : Les variables dépendantes françaises testées .....</b>	<b>353</b>
<b>ANNEXE 5 : Niveaux de non-conformité aux variables de gouvernance.....</b>	<b>361</b>
<b>ANNEXE 6 : Répartition du nombre des entreprises ayant déclarées des écarts en fonction des méta-variables .....</b>	<b>365</b>
<b>ANNEXE 7 : Matrice des corrélations entre les variables indépendantes .....</b>	<b>367</b>





## Valeur de la gouvernance d'entreprise et gouvernance des valeurs de l'entreprise

### Résumé

**Jean-Christophe Duhamel**

Faculté de Droit – Université Lille 2

*Centre de Recherche Droits et Perspectives du Droit (CRDP, EA n°4487)*

**Réda Sefsaf**

Faculté Finance, Banque, Comptabilité – Lille 2

*Lille School Management Research Center (LSMRC, EA n° 4112)*

La valeur des recommandations de gouvernance d'entreprise, telles qu'elles figurent dans les codes du même nom, ne se laisse pas facilement appréhender. D'un point de vue juridique, la querelle introduite par les tenants du courant pluraliste des sources du droit montre que l'alternative juridique / a-juridique mériterait d'être dépassée. Il conviendrait plus sûrement de situer la norme sur une échelle de juridicité, construite à partir de divers critères que sont, entre autres, la légitimité de son auteur, son obligatorité ou encore son effectivité... Les recommandations de gouvernance se positionnent à un faible niveau sur cette échelle, même si elles témoignent d'une dynamique de promotion juridique, laquelle s'appuie essentiellement sur un phénomène de renforcement contextuel et substantiel de leur obligatorité. Du point de vue des sciences de gestion, interroger la valeur des normes de gouvernance revient à emprunter une optique radicalement différente ; il s'agit d'observer dans quelle mesure les principes énoncés par les codes, une fois adoptés par les entreprises, contribuent à leur performance et à l'enrichissement de leurs parties prenantes, au premier rang desquelles se placent les actionnaires. Les résultats des études empiriques menées sur le sujet, tout comme les cadres théoriques sur lesquels se fondent ces études, ne sont pas homogènes et n'aboutissent pas à livrer une vue nette et décisive sur le lien gouvernance – performance.

De la difficulté à solutionner la question de la valeur des normes de gouvernance, a mûri l'hypothèse d'une gouvernance des valeurs de l'entreprise. Le second temps de cette recherche se propose en effet de tester la dimension stratégique de la gouvernance, se déployant lors de la communication de la société rapportant son niveau de conformité à un code de bonne conduite. Cette communication prend corps au travers du mécanisme dit de « *comply or explain* », lequel offrirait à l'entreprise l'occasion de mettre en avant des valeurs d'ordre éthique sur la façon dont la société est administrée et la direction contrôlée. La pertinence même de cette hypothèse audacieuse a d'abord été soumise à questionnaire et entretiens. Ensuite, une démarche économétrique a entendu isoler la dépendance des déclarations de gouvernance aux caractéristiques conjoncturelles et structurelles de l'entreprise, de telle sorte à observer selon quelle intensité les sociétés adaptent leurs déclarations en fonction d'un contexte de performance ou de structure déterminé. Cette phase de la recherche a été menée à large échelle : elle englobe les principaux indices boursiers français, allemand et britannique, sur une période de cinq années, soit un total d'environ 1500 déclarations de gouvernance. Les résultats de ces deux démarches, qualitatives et quantitatives, confirment partiellement l'hypothèse de la recherche.