



HAL
open science

L'efficacité des codes de gouvernance. Perspectives comparées et pluridisciplinaires

Sophie Harnay, Tatiana Sachs, Katrin Deckert, Fabienne Llense, Aurélie Ballot-Léna, Armand Hatchuel, Kevin Levillain, Claire Lieury, Gaëtan Marain, Antoine Reberieux, et al.

► To cite this version:

Sophie Harnay, Tatiana Sachs, Katrin Deckert, Fabienne Llense, Aurélie Ballot-Léna, et al.. L'efficacité des codes de gouvernance. Perspectives comparées et pluridisciplinaires. [Rapport de recherche] Mission de Recherche Droit et Justice. 2017. halshs-01701153

HAL Id: halshs-01701153

<https://shs.hal.science/halshs-01701153>

Submitted on 5 Feb 2018

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.

Septembre 2017

L'EFFICACITE DES CODES DE GOUVERNANCE. PERSPECTIVES COMPAREES ET PLURIDISCIPLINAIRES.

Rapport pour le GIP Mission de recherche Droit et Justice

Sous la responsabilité de :

- Sophie HARNAY (EconomiX et BETA - CNRS UMR 7522)
- Tatiana SACHS (Institut de Recherche Juridique sur l'Entreprise et les Relations Professionnelles)
- Katrin DECKERT (Centre de Droit Civil des Affaires et du Contentieux Economique)

Le présent document constitue le rapport final d'une recherche financée par le GIP Mission droit et justice pour le projet: « L'efficacité des codes de gouvernance – Perspectives comparées et pluridisciplinaires.

Convention de recherche n° 215.01.12.15.

Son contenu n'engage que la responsabilité de ses auteurs.

COMPOSITION DE L'EQUIPE DE RECHERCHE

- Ballot-Léna Aurélie, Maître de conférences en droit privé, Université Paris Nanterre, CEDCACE
- Deckert Katrin, Maître de conférences en droit privé, Université Paris Nanterre, CEDCACE
- Harnay Sophie, Professeur de sciences économiques, Université Lorraine BETA UMR 7522 et Université Paris Nanterre, EconomiX UMR CNRS 7235
- Hatchuel Armand, Professeur, Mines Paris Tech, CGS
- Levillain Kevin, Post-doctorant, Mines ParisTech, CGS
- Lieury Claire, avocate
- Llense Fabienne, Maître de conférences en économie, Université Paris Nanterre, EconomiX UMR 7235
- Marain Gaëtan, post-doctorant, Université Paris Dauphine – PSL
- Rebérioux Antoine, Professeur de sciences économiques, Université Paris Diderot, LADYSS UMR 7533
- Rontchevsky Nicolas, Professeur de droit, Université de Strasbourg
- Roudaut Gwenaël, Chercheur, Département d'économie, Ecole Polytechnique Paris
- Sachs Tatiana, Maître de conférences en droit privé, Université Paris Nanterre, IRERP
- Segrestin Blanche, Professeur en sciences de gestion, Mines ParisTech, CGS
- Usunier Laurence, Professeur de droit, Université Cergy-Pontoise & LEJEP

SOMMAIRE

INTRODUCTION	11
LE CONTEXTE DE LA RECHERCHE	12
LA PROBLEMATIQUE DE LA RECHERCHE – L’EFFICACITE DES CODES DE GOUVERNANCE	20
PRESENTATION DES TROIS AXES DE LA RECHERCHE.....	22
PRINCIPAUX RESULTATS DE LA RECHERCHE.....	23
PARTIE 1 : QUEL(S) MODELE(S) DE GOUVERNANCE ?	35
CHAPITRE 1^{ER} – ELEMENTS D’UNE CARTOGRAPHIE DES CODES DE GOUVERNANCE A TRAVERS DEUX ILLUSTRATIONS : L’INDEPENDANCE DES ADMINISTRATEURS ET LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET DES NON-EXECUTIFS.....	35
CHAPITRE 2 - THE CORPORATE GOVERNANCE CODES IN GERMANY AND FRANCE	45
PARTIE 2 : QUELLE EFFECTIVITE DES CODES DE GOUVERNANCE ?	59
CHAPITRE 3 – QUELS INSTRUMENTS DE MESURE DE L’EFFECTIVITE DES CODES DE GOUVERNANCE D’ENTREPRISE ? REVUE CRITIQUE DES INSTRUMENTS EXISTANTS ET ELEMENTS DE REFLEXION PROSPECTIVE.....	61
CHAPITRE 4 – LE PRINCIPE <i>COMPLY OR EXPLAIN</i> : SUIVI ET MISE EN ŒUVRE DES CODES DE GOUVERNEMENT D’ENTREPRISE AU ROYAUME-UNI ET EN FRANCE	83
CHAPITRE 5 – L’ANALYSE ECONOMIQUE DES CODES DE GOUVERNANCE D’ENTREPRISE – UNE ANALYSE COUTS-AVANTAGES DES CODES COMME TECHNOLOGIE JURIDIQUE	104
CHAPITRE 6 – EFFECTIVITE DES CODES DE GOUVERNANCE PRIVES ET DROIT INTERNATIONAL PRIVE	159
CHAPITRE 7 – QUOTA LEGISLATIF VS. CODE DE GOUVERNANCE : QUELS EFFETS SUR LA PARITE FEMMES/HOMMES DANS LES CONSEILS D’ADMINISTRATION ? UNE ETUDE SUR DONNEES BRITANNIQUES ET FRANÇAISES	189
PARTIE 3 : POUR QUELLE(S) GOUVERNANCE(S) ?	229
CHAPITRE 8 – CODES DE GOUVERNANCE ET SOCIETES NON COTEES	231
CHAPITRE 9 – LA PLACE DES CODES DE GOUVERNEMENT D’ENTREPRISE DANS LA RECHERCHE D’UNE BONNE GOUVERNANCE. REFLEXIONS A PARTIR D’UNE ANALYSE TEXTUELLE DES JUSTIFICATIONS AVANCEES PAR LES ENTREPRISES.....	247
CONCLUSION GENERALE	281
ANNEXES	289
ANNEXE 1 – TABLEAU COMPARATIF DES CODES DE GOUVERNANCE D’ENTREPRISE	289
ANNEXE 2 – DISPOSITIONS CONCERNANT LES ADMINISTRATEURS INDEPENDANTS.....	305
ANNEXE 3 – CRITERES D’INDEPENDANCE DES ADMINISTRATEURS INDEPENDANTS	313
ANNEXE 4 - TABLEAU DE COMPOSITION DES REMUNERATIONS.....	319
ANNEXE 5 – LISTE DES DOCUMENTS DE REFERENCE CONSULTES	321
ANNEXE 6 – PROGRAMME DES JOURNEES D’ETUDE ORGANISEES DANS LE CADRE DU PROJET DE RECHERCHE.....	323
TABLE DES MATIERES	331

INTRODUCTION

Introduction

Sophie Harnay (Université de Lorraine, BETA et EconomiX)

Tatiana Sachs (Université Paris Nanterre, IRERP)

Au sens le plus large, la gouvernance renvoie à la structure et à l'exercice du pouvoir. Appliqué à l'entreprise, la gouvernance d'entreprise (ou gouvernement d'entreprise) vise l'organisation et la répartition des pouvoirs entre les différents acteurs et instances de celle-ci. Plus précisément, il s'agit de l'ensemble des procédures et structures mises en place pour diriger et gérer les affaires d'une entreprise¹. Quels sont les droits et les prérogatives des différents acteurs de l'entreprise ? Et quels sont les intérêts poursuivis par l'entreprise ? Telles sont les deux questions majeures auxquelles répondent les diverses théories de la gouvernance². A partir des années 1980-1990 s'est imposée une théorie, née aux Etats-Unis – la *corporate governance* – dont l'objet est de discipliner les dirigeants et de s'assurer qu'ils servent au mieux les intérêts des actionnaires. Prenant appui sur un arsenal théorique nourri par les sciences économiques, cette conception du gouvernement d'entreprise s'est largement diffusée et a donné naissance à deux types d'instruments de gouvernance : des mécanismes de surveillance et d'information d'une part, des mécanismes d'incitation d'autre part.

Cette théorie de la gouvernance se trouve au cœur des premiers codes de gouvernement d'entreprise³. L'un des premiers, probablement le plus célèbre, est adopté au Royaume-Uni en 1992 par la commission Cadbury comprenant la bourse de Londres et les professionnels de l'audit, en réaction aux nombreux scandales financiers des années 1980 (*Polly Peck, BCCI, Maxwell*)⁴. Ce code est emblématique à deux égards : la nature souple de la norme qui en constitue le support d'une part, l'identité de l'auteur – rappelons ici la participation du *London Stock Exchange* à sa rédaction – d'autre part. Ainsi, la diffusion

¹ Telle est la conception retenue par l'OCDE (*Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*, 2004, p. 11, disponible sur: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/19/31652074.PDF>), ou encore par les autorités européennes (v., notamment, le Livre Vert sur « Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne », 2001).

² Pour une présentation de ces différentes théories, v. B. Ségrestin, A. Hatchuel, *Refonder l'entreprise*, Seuil, coll. « La République des idées », 2012.

³ Retenons, à titre d'hypothèse, qu'un code de gouvernance est un document synthétique d'accès facile dont l'objet porte sur les règles de gouvernance.

⁴ En France, les rapports Viénot promeuvent dès 1995 et 1999 la déclinaison française de la *corporate governance*.

de la *corporate governance* est allée de pair avec une promotion de l'autoréglementation (ou la réglementation de leur activité par les agents eux-mêmes) et la croyance dans la discipline de marché (ou la capacité des mécanismes de marché à discipliner les agents économiques). Le système de gouvernement d'entreprise s'illustre ici par sa cohérence. Nourrie par des travaux théoriques, l'orientation actionnariale du gouvernement d'entreprise est cohérente avec les instruments utilisés pour la servir dans la pratique, s'appuyant notamment sur des sanctions de marché. Dans cette perspective, le marché permet à la fois de mesurer et d'assurer l'effectivité des outils de gouvernance.

La crise financière de 2008 a fait vaciller cet édifice. L'analyse met ainsi en lumière les limites et effets pervers de comportements managériaux privilégiant la recherche d'une rentabilité à (très) court terme et orientés vers la maximisation de la valeur actionnariale. Les failles de l'autoréglementation et de la discipline de marché sont également apparues au grand jour. Pourtant, force est de constater que les codes de gouvernance ne sont pas une source tarie. Plus que jamais, les acteurs du monde des affaires affichent un attachement à la souplesse qu'offre cet instrument de régulation et semblent peu désireux que prospère un contrôle hétéronome de leur mise en œuvre⁵. En revanche, la croyance dans l'effectivité d'une application volontaire du code sanctionnée par le marché s'est érodée.

C'est dans un tel contexte, qu'il convient de préciser, que s'inscrit la présente recherche. A ce titre, nous rappelons tout d'abord les grandes lignes des propositions suggérées dans l'appel à projet du GIP, pour en retracer l'ambition et les perspectives, définissant ainsi le cadre général de notre recherche. Nous revenons ensuite sur le cadre intellectuel dans lequel s'inscrit le débat actuel sur la gouvernance d'entreprise – à savoir, un débat largement structuré par la remise en cause du principe de valeur actionnariale. L'explicitation de la problématique de la recherche est ensuite suivie de celle de nos trois axes de recherches et de la présentation de nos principaux résultats.

Le contexte de la recherche

La présente recherche a été menée en réponse à un appel à projet lancé par la Mission droit et justice en 2014. Afin de mieux saisir les voies empruntées par notre groupe de recherches, il n'est pas inutile de rappeler les termes de cet appel à projet, avant de retracer le cadre intellectuel et théorique du débat sur la gouvernance d'entreprise.

⁵ En ce sens, v. C. Malecki, « 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.*, 02/2012, p. 94.

L'appel à projet de la Mission Droit et Justice pour une « Étude sur la mise en œuvre des Codes de gouvernance d'entreprise » (2014)

Les années 1990-2000, marquées par l'exubérance boursière mais aussi émaillées par les scandales financiers (Enron, Vivendi Universal, Andersen), sont à l'origine d'une prise de conscience importante quant à la nécessité d'une réflexion sur les systèmes de contrôle des entreprises. A ce titre, et durant cette période, plusieurs codes de gouvernance et autres chartes d'éthique sont élaborés, mettant en place des mécanismes d'autorégulation de la vie économique et des entreprises un peu partout dans le monde.

En Europe, la Grande-Bretagne fait office de précurseur avec l'établissement du premier code de gouvernance en 1992 : le *Cadbury Report*. Répondant à des préoccupations grandissantes concernant la gouvernance d'entreprise, la France lui emboîte le pas dès le milieu des années 1990. Entre 1995 et 2003, se succèdent ainsi une série de rapports et de codes (notamment, les rapports Viénot I et II de 1995 et 1999 respectivement, le rapport Bouton de 2002, les Recommandations sur le gouvernement d'entreprise de 1998, 2004, 2010, 2011, les Principes de gouvernement d'entreprise résultant de la consolidation des rapports conjoints de l'AFEP et du MEDEF de 1995, 1999 et 2002, les Recommandations sur le gouvernement d'entreprise de l'Association Française de Gestion Financière de 2008, le Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites de décembre 2009, ou encore les révisions de 2013 et 2016 du Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de l'AFEP et du MEDEF), qui seront également à l'origine de l'intervention du législateur français en 2001 (loi sur les Nouvelles Régulations Economiques, ou NRE) et en 2003 (Loi de Sécurité Financière, ou LSF).

La crise financière des années 2008-2009 accélère le mouvement de diffusion des codes, en soulignant les insuffisances de la gouvernance d'entreprise. Pour éviter que les sociétés et le monde économique ne soient emportés dans « un maelström récurrent », selon les termes mêmes de l'appel à projet du GIP, il devient en effet nécessaire de juguler les pratiques à risque, soit au moyen de codes de gouvernance plus efficaces, soit en légiférant, à l'exemple de la loi Sarbanes-Oxley adoptée en 2002 aux États-Unis. Au niveau de l'Union européenne, comme en France, le cadre régissant le gouvernement d'entreprise combine, en réponse à cet impératif, un ensemble de dispositions législatives contraignantes et de mesures non contraignantes (*soft law*) comprenant des recommandations et des codes de gouvernance.

Déterminée à « construire un marché unique fort et prospère », « recentré sur le citoyen et de nature à regagner sa confiance », ainsi que le souligne l'appel à projet du GIP, la Commission européenne lance dès les années 2010 une grande consultation portant sur les

différents aspects de la gouvernance d'entreprise. S'appuyant sur les *Principes de gouvernance d'entreprise* de l'OCDE, elle publie un Livre Vert où la question du fonctionnement des conseils d'administration et de sa diversité est soulevée, tout comme celle de l'implication des actionnaires, de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) ou encore de l'application même des codes. Ce document a donné lieu à une série de directives prises en compte par la France. Les parlementaires français ont ainsi voté la loi du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire (DDAC). Parallèlement à ce renforcement législatif, de nouvelles recommandations AFEP-MEDEF ont été adoptées en décembre 2008 afin de mettre à jour le *Combined Code* de référence pour les sociétés cotées. Ce code, comme le Code MiddleNext de 2009 pour les PME cotées, n'a cependant aucune portée juridique. En marge des lois et des juridictions ordinaires, il se distingue clairement par son caractère non obligatoire et son application volontaire. La problématique générale en matière de gouvernance consiste donc à trouver le bon « dosage » entre autorégulation et réglementation. Dans ce contexte, l'objectif de l'appel à projets du GIP Droit & Justice est notamment de s'interroger sur l'opportunité d'une intervention législative dans la mise en œuvre des codes de gouvernance. Plus largement, il pose la question de savoir jusqu'où les pouvoirs publics peuvent être amenés à intervenir en matière de réglementation des sociétés. Plusieurs pistes indicatives de recherche sont alors suggérées, concernant plus particulièrement :

1°) les auteurs des codes de gouvernance et, tout spécifiquement, leur indépendance, leur impartialité et leur légitimité à produire des normes de gouvernance, lorsqu'il s'agit d'acteurs privés tels que des organismes du secteur privé ;

2°) le contenu des codes de gouvernance, en ce qu'ils portent sur des dimensions fondamentales des pratiques d'administration, de contrôle ou encore de rémunération dans les entreprises, appelant à une réflexion i) sur le périmètre et la portée de l'intervention éventuelle des pouvoirs publics concernant ce contenu d'une part, et ii) sur la pertinence de cette intervention d'autre part, dès lors que les auteurs privés des codes présentent le plus souvent les recommandations qu'ils formulent comme un ensemble de « meilleures pratiques » ;

3°) la territorialité des codes, dans la mesure où ces derniers régulent des entreprises faisant parfois appel à l'épargne d'acteurs étrangers, devenant ainsi susceptibles de se voir appliquer des règles de droit étranger éventuellement contradictoires ou différentes de celles contenues dans les codes nationaux ;

4°) les modes de production et d'administration des codes de gouvernance, par le biais privilégié de l'autorégulation et de l'engagement volontaire, dans de nombreux pays, soulevant ainsi i) la question de la valeur des normes extra-juridiques contenues dans les codes et de leur articulation et conciliation avec les principes relevant de la loi ou de la réglementation, ainsi que ii) les questions de l'autodiscipline des agents, de la portée des

engagements volontaires des entreprises et d'un mode de mise en œuvre des codes de gouvernance essentiellement fondé sur le principe du *comply or explain*.

Le rapport de recherche que nous présentons ici s'inscrit très directement dans les pistes de recherche suggérées dans l'appel à projet. Articulant la **double perspective des sciences juridiques et économiques**, il s'attache à montrer **en quoi les codes de gouvernance, compte tenu de la spécificité des acteurs qui en sont à l'origine, compte tenu de leur contenu, de leur mode de production, de mise en œuvre et d'effectivité constituent un instrument juridique original, remplissant une fonction spécifique à l'intérieur de nos cadres juridiques, tout en présentant certaines limites** liées, précisément, à leur originalité.

Dans ce qui suit, nous présentons tout d'abord la problématique générale de notre recherche, puis les grands axes structurants de cette dernière.

Les codes de gouvernance et les théories de la gouvernance – l'état du débat

Selon le modèle économique de l'agence (ou principal-agent), une relation d'agence se définit comme un « contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent » (Jensen et Meckling, 1976)⁶. Dans ce cadre théorique très général, la relation entre actionnaire et dirigeant peut donc s'analyser comme une relation d'agence, par laquelle les actionnaires embauchent les dirigeants pour gérer l'entreprise au mieux de leurs intérêts. Le modèle, parfois dénommé également modèle de la souveraineté actionnariale⁷, repose donc, explicitement, sur le principe de primauté des actionnaires sur les autres parties prenantes de l'entreprise. L'actionnaire, propriétaire de l'entreprise, est en effet considéré comme le créancier ou bénéficiaire résiduel (*residual claimant*) de l'activité de cette dernière, puisque ses droits patrimoniaux ne s'exercent qu'en dernier ressort, après que les autres ayant droit (prêteurs, fournisseurs, salariés...) ont pu faire valoir leurs créances. En outre, parce qu'ils supportent un risque financier spécifique, le contrat d'action, contrairement au contrat de travail ou au contrat de prêt de fonds, ne spécifie en effet aucune rémunération particulière *ex ante*, ils ont un intérêt direct à la maximisation du profit. De ce fait, il est efficace économiquement de leur accorder les droits

⁶ Jensen M.C., W.H. Meckling, 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.

⁷ Pour une présentation de ces débats, on pourra se reporter à l'article d'A. Rebiérioux, 2005. "Les fondements microéconomiques de la valeur actionnariale : une revue critique de la littérature", *Revue économique*, vol. 56, n° 1, pp. 51-76.

de décision ultimes. La gouvernance d'entreprise doit donc avoir comme objet de définir les moyens efficaces par lesquels les actionnaires peuvent contrôler les dirigeants et les inciter à poursuivre l'intérêt des actionnaires. En particulier, la dispersion de la propriété des parts sociales et la difficulté en résultant pour les actionnaires de contrôler efficacement les dirigeants entraîne une délégation de leur pouvoir de contrôle au conseil d'administration, afin d'assurer que la direction œuvre effectivement dans l'intérêt des actionnaires.

Cette vision, qui s'est très largement imposée à partir des années 1980, a conduit à considérer que l'objectif du gouvernement d'entreprise se limite exclusivement à la maximisation de l'intérêt des associés à court-terme. Dans le prolongement et en réaction à ce réductionnisme de la visée du gouvernement d'entreprise, le corollaire de ce mouvement, très favorable aux actionnaires, a été l'introduction et le développement du concept de *corporate social responsibility* (responsabilité sociale des entreprises). C'est en effet bien la prévalence d'une conception réductionniste de l'intérêt social, réduit au seul intérêt financier des actionnaires, qui a conduit à l'émergence d'une réflexion sur la manière de prendre en compte les intérêts des autres parties prenantes (salariés, clients, sous-traitants, fournisseurs, etc.). Dans cette perspective, la *corporate governance* et la *corporate social responsibility* peuvent donc se lire comme les deux facettes d'un même phénomène⁸. Dans les années récentes, les analyses développant une vision partenariale de l'entreprise développent largement cette idée et viennent renouveler, dans une certaine mesure, l'approche (exclusivement) actionnariale de la gouvernance.

A cette première approche, peuvent être opposées les conceptions institutionnelles de l'entreprise développées en Europe occidentale, et approfondies notamment, en France, dans le cadre des travaux du Collège des Bernardins depuis plusieurs années⁹. Le point de départ de ces analyses réside en une double affirmation. Premièrement, il convient de distinguer la société et l'entreprise et de prendre toute la mesure de cette distinction. Seule la première est un sujet de droit. Peut-on néanmoins affirmer que la société est l'enveloppe juridique de l'entreprise ? Une réponse affirmative conduirait à ne prendre en considération dans l'ordre du droit que les parties au contrat de sociétés. Aussi convient-il de partir en quête d'une approche juridique de l'entreprise. La démarche n'est pas aisée dans la mesure où l'entreprise demeure un « point aveugle du savoir »¹⁰. La seconde affirmation sur laquelle eut prendre appui une conception renouvelée de la gouvernance est la suivante : il est erroné de

⁸ En ce sens, v. B. Frydman, *Petit manuel pratique de droit global*, Académie royale de Belgique, coll. « L'Académie en poche », 2014.

⁹ Dans les années récentes, le Collège des Bernardins a ainsi notamment mené un programme de recherche sur le thème de « L'entreprise, formes de la propriété et responsabilités sociales » (actes disponibles sur le site : <https://www.collegedesbernardins.fr/recherche/lentreprise-formes-de-la-propriete-et-responsabilites-sociales>), ainsi qu'un programme sur « l'entreprise, propriété, création collective, monde commun » (<https://www.collegedesbernardins.fr/content/lentreprise-et-les-nouveaux-horizons-du-politique>).

¹⁰ B. Segrestin, B. Roger, S. Vernac (ss. dir.), *L'entreprise, point aveugle du savoir*, Editions sciences humaines, 2014.

considérer que les actionnaires sont propriétaires de l'entreprise. Tout au plus sont-ils propriétaires d'une fraction du capital et d'un titre qui leur confère des droits politiques. Cette affirmation conduit à remettre en cause non seulement l'idée centrale de la *corporate governance* selon laquelle la direction doit agir dans l'intérêt des actionnaires, mais également les outils qui visent à diminuer l'asymétrie d'information entre la direction et les actionnaires. Plus avant, il convient d'imaginer des dispositifs de gouvernance qui ne se contentent pas de corriger les limites de la *corporate governance*, mais qui inscrivent la gouvernance dans une autre logique, en modifiant les régimes d'engagement.

Les codes de gouvernance ont émergé dans le sillage de l'approche actionnariale. Le principe du *comply or explain*, central pour ces codes, trouve ainsi ses racines dans de nombreux scandales, notamment au Royaume Uni, ayant révélé des malversations de certains dirigeants de sociétés cotées mus par un objectif exclusif de performance boursière de l'entreprise. Parmi les premiers codes, le rapport Cadbury, consécutif à plusieurs scandales au Royaume-Uni et le fruit d'un travail conjoint de l'ensemble des associations professionnelles de la place de Londres, proposait ainsi d'élaborer des recommandations de gouvernance destinées à encadrer et prévenir les comportements déviants des dirigeants et à promouvoir plusieurs grands principes de gouvernance d'entreprise accroissant le contrôle des dirigeants par les actionnaires. Dans les années suivantes, le principe de contrôle des dirigeants par les actionnaires reste l'un des pivots des principes de gouvernement d'entreprise ; jamais remis en cause, il subit néanmoins certains ajustements et évolutions, destinés à en accroître l'effectivité et reflétant certaines inflexions, théoriques et pratiques, dans la conception dominante de la gouvernance des entreprises.

Ainsi, le *Combined Code* britannique a connu un certain nombre d'évolutions entre la version de juin 2008 et celle de septembre 2014. La version de 2008, affirme par exemple explicitement qu'une bonne gouvernance doit contribuer à améliorer les performances de l'entreprise en offrant au *board* la possibilité d'agir dans l'intérêt des actionnaires¹¹. Elargissant explicitement sa définition des objectifs de la gouvernance, la version de 2014 affirme quant à elle que l'objet du gouvernement d'entreprise est d'assurer la réussite à long-terme de l'entreprise (*long term success of the company*). De la même manière, on peut noter une évolution dans la définition des qualités requises pour être administrateur. Alors que l'indépendance était érigée comme exigence principale dans la version de 2008, elle devient un critère parmi d'autres, telles les compétences et l'expérience, en 2014. Sur la même période, d'autres codes, dans d'autres pays, subissent des transformations et évolutions analogues. L'objet même de la gouvernance fait ainsi l'objet d'une reformulation dans le

¹¹ Ainsi, on peut y lire, de façon très explicite, qu'une "[G]ood corporate governance should contribute to better company performance by helping a board discharge its duties in the best interest of shareholders. Good governance should facilitate efficient, effective and entrepreneurial management in order to enhance shareholder value over the long term".

temps, reflétant notamment la prise de conscience par les acteurs d'une réalité évolutive, en même temps que l'état des débats théoriques et académiques sur la gouvernance. Le mode de production des codes, fréquemment loués pour leur flexibilité et leur capacité à offrir aux agents économiques des réponses adaptées et rapides à leurs besoins évolutifs, n'est probablement pas étranger à ces évolutions de contenu.

Ce premier constat du caractère évolutif des codes fait dès lors surgir une interrogation : originellement axés sur la promotion et la défense des intérêts des actionnaires, **les codes de gouvernance peuvent-ils constituer le vecteur de diffusion d'une conception renouvelée de la gouvernance**, jusqu'à devenir « la constitution sociale de l'entreprise » ? Ou, à l'inverse, les codes de gouvernance sont-ils voués à rester « un paravent d'un pouvoir financier s'abritant derrière l'assimilation de la détention de parts sociales à un droit de propriété sur l'entreprise ? »¹².

Les codes de gouvernance et le cadre juridique du gouvernement d'entreprise

L'étude des codes de gouvernance doit également tenir compte de leur inscription dans un **maillage juridique et institutionnel** très riche. Les codes ne sont en effet qu'un outil parmi d'autres pour organiser le gouvernement d'entreprise, que l'on songe aux statuts des sociétés, aux pactes d'actionnaires ou encore aux règlements intérieurs. L'ensemble de ces outils ont pour point commun d'être élaborés au niveau des entreprises elles-mêmes. Les parties prenantes disposent alors de la latitude que leur confère la loi, laquelle peut être plus ou moins importante selon les outils concernés.

Dans cette panoplie, les codes de gouvernance présentent manifestement une certaine originalité. S'ils sont constitués des « règles » que le milieu des affaires se donne à lui-même – et à ce titre ils relèvent de l'autorégulation – ils ne sont pas élaborés au niveau des entreprises elles-mêmes – l'autorégulation n'est donc pas celle de l'acteur économique pour lui-même, exercée à son niveau strictement individuel. Les codes relèvent donc d'un **méta-niveau de régulation**, situé entre la loi et les instruments dont se dotent les entreprises à l'instar des statuts ou des pactes d'actionnaires. L'existence d'un tel niveau de régulation soulève de ce fait de nombreuses interrogations¹³, notamment sur la nature juridique des codes de gouvernance.

¹² Ces propos, prononcés en synthèse conclusive de la première journée d'études de notre groupe de recherche (27 mai 2015), sont empruntés à O. Favereau.

¹³ Certaines de ces interrogations sont familières aux juristes qui s'intéressent au droit du travail, et notamment aux conditions de négociation, de validité et de légitimité des conventions collectives de branche. Sur les leçons qui peuvent être tirées du droit du travail pour analyser des « accords collectifs » dans d'autres branches du

La nature juridique des codes de gouvernance demeure en effet une question délicate. En France existent principalement deux codes de gouvernance : le Code AFEP-MEDEF et le Code Middlenext. Le premier a été adopté en 2008 à la suite de multiples rapports sur la gouvernance à l'origine de nombreuses préconisations destinées à améliorer la gouvernance des grandes entreprises¹⁴. Comme l'indique le Préambule du code, il s'adresse aux grandes sociétés cotées. En complément de ce premier code a été élaboré en 2009 le Code Middlenext, destiné aux « valeurs moyennes et petites », et contenant des dispositions plus adaptées aux sociétés de taille plus petite et dont l'actionariat connaît des structures variées¹⁵. En dépit de leurs différences de cibles et de contenu¹⁶, ces deux codes ont en commun d'avoir été élaborés par des organismes privés, dont la représentativité n'a pas été éprouvée. Tant et si bien que ces codes pourraient être considérés comme de simples documents qui n'engagent à rien ni n'engagent personne. Dès lors, d'où ces « documents » tirent-ils leur caractère normatif, au sens le plus large de ce terme ? Qu'est-ce qui permet de distinguer le Code AFEP-MEDEF ou le Code Middlenext des recommandations publiées par un organisme comme l'IFA ? Aussi factice que cela puisse paraître, la dénomination conférée au document importe. La réponse se situe à l'intersection d'un double phénomène. Le premier est la reconnaissance par le milieu lui-même du code de gouvernance. La trace de cette reconnaissance réside dans l'appellation donnée au document : « code de gouvernance ». Le second réside dans l'intervention de l'Etat. A n'en pas douter, l'inscription dans le Code du commerce de l'obligation de se référer à un code de gouvernance – sans autre précision – contribue à conférer un caractère normatif aux codes de gouvernance, et ce quel que soit le code. Les codes et leur contenu deviennent alors une référence pour agir (du côté des entreprises) et pour évaluer (du côté des investisseurs). Or c'est bien le propre d'un instrument normatif que de servir de « modèle pour l'action »¹⁷. Les autorités publiques contribuent également à attribuer une normativité au code de gouvernance lorsqu'une autorité de régulation, l'AMF,

droit, v. l'ouvrage d'Ylias Ferkane, 2017, *L'accord collectif de travail. Etude sur la diffusion d'un modèle*, Dalloz, coll. « Nouvelle bibliothèque des thèses ».

¹⁴ M. Viénot, Rapport sur « Le conseil d'administration et les sociétés cotées », (CNPF et AFEP), 1995 et 1999 ; Rapport Bouton en 2002.

¹⁵ Middlenext est l'association professionnelle française indépendante exclusivement représentative des valeurs moyennes cotées. Créée en 1987, Middlenext fédère et représente exclusivement des sociétés cotées sur Euronext et Alternext, tous secteurs d'activités confondus. L'organisation est financée et gérée par des dirigeants de valeurs moyennes et se donne notamment pour objectifs de représenter les intérêts des valeurs moyennes auprès des autorités boursières, des pouvoirs publics et des instances européennes, de promouvoir les entreprises cotées qu'elle regroupe auprès des investisseurs institutionnels, individuels, des médias et du grand public.

¹⁶ Notons une différence importante que le Code Middlenext opère entre « les points de vigilance » et les recommandations. Les premiers visent à attirer l'attention sur les difficultés que peut soulever la gouvernance sans pour autant que le Code ne livre de « bonnes pratiques ». Les secondes sont plus précises et ne peuvent être écartées qu'au moyen d'une justification appropriée, conformément au principe *comply or explain*.

¹⁷ A. Jeammaud, 1990, « La règle de droit comme modèle », *D.* 1990, p. 199.

assure, conformément à l'article L. 621-18-3 du Code monétaire et financier¹⁸, un suivi de l'application du code¹⁹. N'est-ce pas là un signe de la « relevance » du code de gouvernance pour l'ordre étatique ? Enfin, la normativité des codes est renforcée par la menace que fait planer l'Etat : à défaut d'autorégulation effective, l'Etat menace de légiférer sur le « bon » gouvernement d'entreprise. On le voit, ce n'est pas en assortissant le non-respect des codes de sanction que l'Etat concourt à leur conférer un caractère normatif. L'Etat n'est toutefois pas étranger à l'émergence de cette normativité. Une distinction semble poindre à l'intérieur même du système juridique entre l'obligatoire et le normatif : une règle peut être normative sans pour autant être obligatoire. Précisément, une des ambitions de la recherche est d'explorer cette tension entre l'obligatoire et l'optionnel qui traverse l'élaboration et la mise en œuvre des codes de gouvernance. Il en va de leur efficacité, c'est-à-dire de leur propension à améliorer la gouvernance des entreprises.

C'est dans ce contexte intellectuel que s'inscrit notre recherche, dont la problématique est présentée ci-dessous.

La problématique de la recherche – l'efficacité des codes de gouvernance

Notre recherche s'axe autour d'une question essentielle, à savoir : **comment rendre les codes de gouvernance efficaces, et avec quelle finalité ?** Cette question se décline elle-même en deux sous-questions, portées par une réflexion sur la signification du terme « efficace », que nous choisissons d'examiner, dans cette recherche, sous deux angles.

Premièrement, nous nous intéressons à l'**effectivité des codes de gouvernance**, entendue comme leur faculté à orienter les comportements des acteurs. Cela nous amène en particulier à étudier l'opposition entre *hard law* (droit dur) et *soft law* (droit mou, droit souple), ce dernier étant défini de façon large comme un ensemble d'instruments juridiques divers auquel les codes sont le plus souvent rattachés. Ces deux types de règles diffèrent dans

¹⁸ Article L. 621-18-3 du Code monétaire et financier : « Les personnes morales ayant leur siège statutaire en France et dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé rendent publiques les informations requises par le rapport mentionné au dernier alinéa de l'article L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce ainsi que, le cas échéant, les informations mentionnées au 5° et au dernier alinéa de l'article L. 225-100-1 dans des conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Celle-ci établit chaque année un rapport sur la base de ces informations et peut approuver toute recommandation qu'elle juge utile ».

¹⁹ Tous les ans, l'AMF produit un rapport sur le gouvernement d'entreprise. Ces rapports sont accessibles à cette adresse : <http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Gouvernement-d-entreprise.html>. Notons que le suivi de l'application des codes est également effectué par des organisations privées : le HCGE pour le Code AFEP-MEDEF et l'IFGE pour le Code Middledenext.

leur mode de production et dans leur mode de réalisation. La *hard law*, principalement d'origine étatique achève son effectivité au moyen d'une sanction également étatique. La *soft law*, d'origine privée, repose sur un mode d'effectivité différent, en ce qu'elle tend à encourager les comportements plutôt qu'à les contraindre.

L'examen attentif des codes auquel nous procédons dans cette recherche fait cependant rapidement apparaître le caractère quelque peu caricatural de cette opposition, que nous examinons précisément²⁰. Notre étude s'attache donc à déterminer si la dichotomie *hard law vs. soft law* permet de décrire, de manière exacte, les dispositifs existants, et plus particulièrement de caractériser les codes de gouvernance. A cette fin, nous prenons notamment appui sur le fait que le Code de commerce oblige les sociétés cotées à se référer à un code de gouvernance, afin d'analyser plus spécifiquement les modes d'effectivité des codes²¹.

L'attention portée aux procédés de réalisation des codes de gouvernance conduit alors nécessairement à analyser ce que recouvre la discipline de marché. Son efficacité présumée repose en effet sur certaines hypothèses quant aux préférences des investisseurs et quant à leur rationalité²². Ces hypothèses méritent d'être discutées, afin de dénaturiser ce concept, la discipline de marché n'étant pas un « déjà-là ». L'attention est ainsi portée dans notre étude au maillage institutionnel qui institue la discipline de marché : la présence d'organes qui contrôlent les informations délivrées par les sociétés (Haut Conseil au Gouvernement d'Entreprise, l'Autorité des Marchés Financiers), des guides de mise en œuvre des codes de gouvernance, etc.

Deuxièmement, notre questionnement sur l'efficacité des codes de gouvernance nous amène à nous intéresser à leur **aptitude à améliorer la gouvernance d'entreprise**. Cette démarche nous amène à une question redoutable, qui ne connaît pas de réponse univoque : qu'est-ce qu'une « bonne gouvernance » ? Tant et si bien que cette problématique se situe au carrefour d'une double préoccupation : la recherche de procédés de réalisation de *soft law* et la quête d'un meilleur cadre juridique pour la gouvernance d'entreprise.

A cet égard, la centralité de la discipline de marché dans la réalisation des codes de gouvernance nous conduit à questionner le **lien entre l'instrumentation juridique du gouvernement d'entreprises et les objectifs poursuivis par la gouvernance**. Ainsi, la *corporate governance*, en vertu de laquelle la visée de la gouvernance est la maximisation de la valeur actionnariale de l'entreprise, s'accommode très bien de codes de gouvernance dont

²⁰ Conseil d'Etat, 2013. *Le droit souple - étude annuelle 2013*, n° 64, Collection « Les rapports du Conseil d'État » (ancienne collection « Études et documents du Conseil d'État », EDCE).

²¹ Art L. 225-37 et L. 225-68 du Code de commerce.

²² Sur ce point, v. Fama, E.F., 1970. "Efficient capital market: a review of theory and empirical works", *Journal of Finance*, vol. 25, 383-417.

l'effectivité repose sur les réactions des investisseurs, par ailleurs bénéficiaires ultimes des dispositifs de gouvernance. Tant et si bien que *corporate governance* et *soft law* semblent intrinsèquement liées dans la recherche d'effectivité par la discipline de marché. L'analyse d'économie du droit et les analyses juridiques que nous menons dans le rapport nous permettent de mettre ce point tout particulièrement en lumière.

En outre, notre recherche propose également, de façon originale, d'analyser la **logique similaire existant en matière de responsabilité sociale des entreprises**. La mise en place du *reporting* non financier²³ vise à informer les consommateurs qui peuvent ainsi conditionner leur choix d'acheter un produit donné aux informations dont ils disposent quant au respect, par l'entreprise, de normes sociales et environnementales. Dans cette perspective, la discipline de marché est utilisée pour servir la réalisation de tout objectif, et non pas seulement des finalités économiques et financières mises en avant par une forme de gouvernance d'entreprise axée exclusivement sur la logique actionnariale. On le voit, la diffusion de dispositifs dont l'effectivité prend appui sur la discipline de marché repose sur l'idée selon laquelle cette dernière serait axiologiquement neutre. Capable de servir tout objectif, elle ne serait alors pas un obstacle au renouveau des théories de la gouvernance. Cette hypothèse mérite d'être discutée, notamment en mettant en regard les codes de gouvernance avec d'autres dispositifs juridiques qui fixent un cadre au gouvernement d'entreprise.

Présentation des trois axes de la recherche

La problématique précédente est déclinée autour de **trois axes de recherche**.

Les codes de gouvernance sont censés servir de référence pour les pratiques de gouvernement d'entreprise. Cependant, l'appellation « code de gouvernance » est susceptible de recouvrir des réalités très variées, qui tiennent aussi bien aux **auteurs** des codes de gouvernance (organismes professionnels, commissions para-publiques...) qu'à leur **contenu**. L'objectif du premier axe de la recherche est donc d'établir une **cartographie des codes de gouvernance** en croisant des données sur les auteurs, les types d'entreprises concernées (cotées ou non cotées, taille, secteur d'activités), et la teneur des codes de

²³ En France, la mise en place de ce *reporting* date de 2001 la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques. Le dispositif a été complété par loi n° 2010-788 du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement, accompagnée du décret n° 2012-557 du 24 avril 2012 relatif aux obligations de transparence des entreprises en matière sociale et environnementale. Enfin, l'Ordonnance 2017-1180 du 19 juillet 2017 introduit un nouveau cadre pour la publication de la « performance non financière » des grandes entreprises, afin d'assurer la transposition la directive 2014/95/UE, dite « directive sur la responsabilité sociale des entreprises (RSE) ».

gouvernance (composition et le fonctionnement des organes de direction, rémunérations des dirigeants, cumul des mandats, etc.). La logique de la première partie de notre recherche est donc explicitement descriptive, en ce qu'elle vise à identifier et caractériser les principaux attributs des codes de gouvernance, nous permettant, sur cette base, de procéder à leur analyse approfondie dans les deux axes suivants de la recherche.

Le deuxième axe porte sur l'**effectivité des codes de gouvernance**, centrale pour notre propos en ce qu'elle vise la conformité des comportements observés à ceux prévus par les codes. Il s'agit dans ce cadre de documenter le constat d'une ineffectivité relative des codes dans la pratique, en proposant des pistes d'analyse et d'explication de cette (in)effectivité, avant de chercher à comprendre les raisons de cette dernière et de questionner les voies possibles d'une meilleure effectivité. De façon originale, nous abordons cette question à travers un double prisme juridique et économique, mobilisant notamment les apports de l'économie du droit pour étudier les modes d'effectuation des codes de gouvernement d'entreprise en comparaison avec d'autres modes de régulation juridique.

Enfin, à partir d'une réflexion sur les finalités de la gouvernance et de la mise en regard des théories et des outils du gouvernement d'entreprise avec ceux de la gouvernance, le troisième axe s'emploie à mieux cerner la **place des codes de gouvernance et leur spécificité** parmi les autres outils de gouvernement d'entreprise.

Principaux résultats de la recherche

Nous présentons ici brièvement les principaux enseignements tirés de la recherche.

➤ *1er axe de recherche : Quel(s) modèle(s) de gouvernance ?*

Les recherches relatives au premier axe ont été menées par Katrin Deckert et Gaëtan Marain, qui ont sélectionné et analysé plus de trente codes de gouvernance, choisis pour leur caractère représentatif du fonctionnement et de l'organisation des entreprises sur les différents continents. L'analyse de cet ensemble de codes fait apparaître une **tension**, manifeste, **entre l'apparente homogénéité des codes de gouvernance d'entreprise d'une part, et leur ancrage dans les traditions juridiques nationales d'autre part**. La plupart des codes traitent en effet des mêmes thèmes, partagent un vocabulaire commun et ont érigé le principe du *comply or explain* comme mécanisme pivot de leur effectivité. Cette homogénéité s'explique aisément. Elle résulte d'un double facteur. Le premier est la participation des

acteurs du monde économique à la production des codes de gouvernance²⁴. Or ces acteurs subissent l'influence de la théorie de la *corporate governance*, telle qu'elle s'est diffusée à travers les différents systèmes juridiques et les différentes places financières. A ce premier facteur, s'ajoute un second, qui lui est corrélé : la mise en place de code de gouvernance poursuit un objectif d'attraction des investisseurs, notamment des investisseurs internationaux, lesquels doivent pouvoir comparer la « qualité » du gouvernement d'entreprise des sociétés cotées sur les différentes places boursières mondiales en ayant à leur disposition des éléments et outils de comparaison opératoires²⁵. L'homogénéité apparente des codes de gouvernance est donc le fruit de l'internationalisation des marchés financiers. Toutefois, pour de multiples raisons, les codes restent également ancrés dans des traditions nationales. Notre étude montre pourtant que ce qui les différencie les uns des autres se loge, pour l'essentiel, dans des détails. Nous approfondissons ce résultat plus particulièrement sur deux types de dispositifs de gouvernance, qui nous ont semblé centraux dans les différents systèmes de gouvernance : la définition de l'administrateur indépendant d'une part, et les règles de fixation de la rémunération d'autre part. En complément, la seconde contribution de l'axe 1 de la recherche, rédigée par Katrin Deckert et Nicolas Rontchevsky, approfondit l'analyse sous l'angle d'une comparaison entre codes allemand et français.

➤ 2ème axe de recherche : *Quelle effectivité des codes de gouvernance ?*

La question de l'**effectivité des codes de gouvernance** est aussi essentielle que complexe. Rapportée à un dispositif classique de *hard law*, l'effectivité vise la conformité des comportements observés à ceux modélisés dans la norme juridique. D'emblée, il nous est apparu que, en raison, du caractère optionnel du code de gouvernance, cette conception de l'effectivité ne pouvait être purement et simplement transposée pour apprécier les effets produits par les codes de gouvernance. En effet, les codes de gouvernance reposent le plus souvent sur le **principe du *comply or explain***, qui prévoit que l'entreprise peut soit mettre en œuvre les recommandations du code, soit s'en écarter tout en justifiant leur non-respect. Nos questions deviennent alors les suivantes : **comment mesurer l'effectivité d'une règle qui prévoit elle-même la possibilité de s'écarter du modèle d'action qu'elle comporte ?** Comment analyser, de manière cohérente, deux comportements qui, quoique radicalement différents, peuvent, théoriquement, être analysés comme des comportements de mise en œuvre effective d'un code de gouvernance ? L'ineffectivité du code de gouvernance se définit-elle à la fois comme la situation dans laquelle l'entreprise s'écarter des recommandations du

²⁴ Nous verrons que les modalités de participation à la production des codes varient selon les pays.

²⁵ Ce point est également repris dans l'analyse économique réalisée dans l'axe 2 de la recherche.

code de gouvernance sans pour autant déclarer et justifier cet écart d'une part, et celle dans laquelle la justification avancée ne permet pas de comprendre les raisons de cet écart d'autre part ? L'analyse de l'effectivité d'un code de gouvernance réalisée dans l'axe 2 de la recherche repose donc sur deux ordres de mesure hétérogènes : la conformité des comportements à ce qui est déclaré si l'entreprise déclare se conformer au code de gouvernance d'un côté, la qualité de la justification avancée si l'entreprise déclare ne pas se conformer au code, de l'autre. La première mesure suppose une enquête pour mesurer les écarts entre les déclarations et les comportements effectifs, tandis que la seconde requiert de rapporter le discours aux réalités économiques, financières et organisationnelles de l'entreprise.

Cette question se trouve au cœur de l'étude menée par Fabienne Llense des prérequis nécessaires pour élaborer des **outils de mesure de l'effectivité des codes de gouvernance**. Cherchant à apprécier l'étendue d'une situation atypique dans l'ordre normatif, cette contribution dresse un état des lieux des institutions existantes en charge, à l'heure actuelle, de l'évaluation de l'effectivité des codes, des instruments utilisés et de leurs limites. Adoptant une méthodologie économique, elle s'attache également à présenter les nouveaux débats théoriques sur l'effectivité des codes de gouvernance et à analyser les externalités existant entre *hard law* et *soft law* et leurs effets sur l'effectivité des codes de bonne gouvernance.

A cette approche économique répond une analyse juridique des **difficultés auxquelles se heurte la réalisation du principe du *comply or explain***, réalisée par Claire Lieury et Katrin Deckert dans leur contribution consacrée à une comparaison de la mise en œuvre de ce principe en France et au Royaume-Uni. Plus précisément, les difficultés tiennent à l'existence d'un double niveau de mise en œuvre : un niveau déclaratoire d'une part, l'adoption de modalités de gouvernement d'entreprise conformes aux prescriptions du code d'autre part. La discipline de marché prenant appui sur les déclarations des entreprises, la dimension déclaratoire revêt une grande importance. Elle comporte deux volets. En premier lieu, si certaines entreprises ont l'obligation de se référer à un code de gouvernance, elles demeurent libres de choisir leur code de référence²⁶. Ainsi, la mise en œuvre d'un code de gouvernance suppose en premier lieu que les entreprises déclarent choisir ce code comme code de référence. Ce premier niveau, quoique nécessaire, ne garantit en rien que l'entreprise se conforme aux dispositions du code choisi. Il convient dès lors de distinguer la diffusion d'un code de son effectivité. La première est nécessaire à la seconde mais elle ne saurait suffire. Le second volet déclaratoire prend place dans la mise en œuvre du principe du *comply or explain*. Dans leur rapport, les entreprises doivent rendre compte des modalités de gouvernement d'entreprise choisies et éventuellement justifier le fait de ne pas appliquer certaines dispositions du code. Les rapports produits par la société font l'objet d'un contrôle – en France du HCGE et de l'AMF – sans que ne soit toujours vérifiée la correspondance avec les modalités

²⁶ Sur ce point, v. *infra* l'analyse de L. Usunier

effectivement adoptées. Il en est de même pour les investisseurs. En conséquence, la dimension déclaratoire de la mise en œuvre des codes de gouvernance produit des effets quand bien même la réalité du gouvernement d'entreprises ne lui correspond pas. Un des risques associés à cette situation est notamment la « transparence conformiste »²⁷. Les investisseurs ayant une préférence pour les entreprises qui déclarent se conformer au code de gouvernance de référence, les entreprises ont tendance à déclarer un comportement de *compliance*, ou de conformité, même s'il ne correspond pas aux modalités effectives de leur gouvernance. Piliers de la discipline de marché, notre analyse montre que les obligations de transparence présentent ainsi un écueil : la création d'une « bulle » au sein de laquelle le code et les rapports se répondent, sans que le lien avec la réalité ne soit pris en compte.

Les limites des codes mises en avant dans ces premiers développements de l'axe 2 ne doivent pas conduire à leur rejet sans plus d'analyse. Aussi Sophie Harnay, Fabienne Llense et Antoine Rebérioux construisent-ils une **analyse coûts-avantages des codes de gouvernance d'entreprise** en tant que technologie juridique susceptible de produire des effets réels sur les comportements des agents économiques. Mobilisant les outils d'économie du droit, ils mettent tout d'abord en évidence, *sous l'angle économique*, la spécificité des codes en tant qu'instruments normatifs, en s'attachant à déterminer leurs caractéristiques et les éléments les distinguant des technologies juridiques « classiques » (en particulier de la *hard law*). Soulignant la flexibilité, la souplesse et le degré élevé de généralité des codes, ils montrent ensuite que les codes, en tant qu'instruments normatifs, sont propres à satisfaire certains besoins juridiques des agents économiques difficilement satisfaits par d'autres instruments normatifs. Face à l'absence d'une définition consensuelle de la gouvernance optimale, que ce soit au plan théorique ou empirique, et compte tenu du caractère évolutif de la demande juridique des entreprises et des investisseurs dans le temps et l'espace, les codes constituent, au moins dans une certaine mesure, une technologie juridique adaptée aux impératifs de la gouvernance : en même temps qu'ils organisent la régulation – indispensable – de la gouvernance, les codes, grâce à leurs propriétés (flexibilité, souplesse, généralité), autorisent la coexistence de définitions divergentes d'une bonne gouvernance, offrent des espaces de flexibilité aux agents économiques et articulent leurs besoins hétérogènes. Ce faisant, ils possèdent ainsi, sous certaines limites que nous examinons, une effectivité relative en tant que mode de régulation de la gouvernance d'entreprise. Pour autant, la souplesse qui caractérise les codes de gouvernance, aussi bien dans leur élaboration que dans leur mise en œuvre, peut être source de difficultés.

Notre étude livre donc une mesure de la **tension entre le global et le local** qui traverse l'élaboration des codes de gouvernance. Instrument de *soft law*, les codes de gouvernance

²⁷ Nous reprenons dans l'étude les termes de J.-C. Duhamel, B. Fasterling, « Le *comply or explain* : La transparence conformiste en droit des sociétés », *Revue internationale de droit économique*, 2009, pp. 129-157.

peuvent être perçus comme les **instruments par excellence d'un droit global**²⁸ émancipé de tout ordre juridique national particulier. Pourtant, au regard de l'identité et de la culture de gouvernance des auteurs des codes, l'élaboration de ces derniers n'échappe pas toute empreinte locale. Cette tension est susceptible de poser des difficultés dans la mise en œuvre des codes à des entreprises dont le cadre d'activités dépasse les territoires nationaux. Un tel constat soulève de multiples questions. En droit positif, d'abord, il amène à s'interroger sur le champ d'application dans l'espace des codes de gouvernance. Quels sont les critères de nature à déclencher l'application d'un code de gouvernance donné lorsque l'activité d'une entreprise revêt une dimension transnationale : le lieu de l'établissement de l'entreprise ou celui dans lequel elle exerce ses activités ? De la réponse à cette question dépend l'articulation entre les différents codes de gouvernance existant d'un Etat à l'autre. Dans sa contribution, Laurence Usunier analyse la **place du droit international privé dans la mise en œuvre des codes de gouvernance**. Elle souligne ainsi que les difficultés tiennent principalement à la double nature des codes de gouvernance, lesquels relèvent à la fois du droit des sociétés et du droit des marchés financiers, qui contiennent chacun des modes de résolution des problèmes d'articulation qui lui sont spécifiques. De manière plus prospective, le constat de la dimension transnationale des codes de gouvernance conduit en outre à une double interrogation. D'une part, convient-il d'harmoniser les pratiques d'élaboration des codes – par exemple en imposant une référence unique obligatoire par pays ? D'autre part, serait-il opportun d'établir un code commun, notamment au niveau européen²⁹ ?

Enfin, dans un dernier temps de l'axe 2, Sophie Harnay, Fabienne Llense, Antoine Rebérioux et Gwenaël Roudaut s'attachent à **comparer empiriquement l'effectivité d'une même disposition juridique, selon qu'elle soit portée par la loi ou un code de gouvernance**. L'hypothèse de recherche est que des instruments juridiques différents (respectivement, le code et la loi), produits au terme de processus de production juridique différents et dotés de modes d'application et de mise en œuvre différents, sont susceptibles d'engendrer, en pratique, des effets eux-mêmes différents. Sur le cas très précis des dispositions destinées à promouvoir la parité entre femmes et hommes dans les conseils d'administration, ils examinent les effets de l'introduction, à la même date, d'une disposition similaire concernant la parité femmes / hommes par un code et un texte de loi en Grande-Bretagne et en France sur la composition des conseils d'administration des entreprises des deux pays concernés. L'objectif est double. D'une part, il s'agit de vérifier que les codes, souvent accusés d'ineffectivité du fait de leur assise sur le principe du *comply or explain*, produisent bien des effets sensibles dans la réalité et encadrent donc de manière effective les comportements des entreprises. D'autre part, et de manière plus prospective, il s'agit de déterminer s'il convient

²⁸ Sur ce sujet, on peut notamment se reporter à B. Frydman et *alii*, 2007, *Corégulation et responsabilité des entreprises*, Bruylant.

²⁹ Sur ces questions, v. les réponses apportées dans le cadre de la consultation menée par la Commission européenne sur le Livre Vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise.

de légiférer ou de laisser les entreprises s'autoréguler en matière de gouvernance. L'étude économétrique, entièrement originale, constitue dans ce contexte une première analyse empirique nouvelle. Réalisée en utilisant la méthode des doubles différences, elle confirme l'intuition initiale d'un effet plus immédiat et marqué du quota législatif quant à l'objectif de parité femmes – hommes visé, par rapport à l'effet du code de gouvernance britannique. Elle montre également que le quota législatif français ne semble pas avoir engendré les effets disruptifs attendus *ex ante* sur la composition des conseils d'administration français, les entreprises françaises ayant réussi à organiser leur conformité à la loi sans remettre en cause les grands équilibres structurants de leurs conseils. Nos résultats viennent donc nuancer le discours largement dominant à l'heure actuelle dans l'analyse économique du droit, soutenant le plus souvent l'idée de la supériorité de la *soft law* par rapport à la *hard law*, et insistant sur le caractère contraignant de la loi par rapport au code, au motif de la difficulté pour les entreprises de se conformer aux injonctions législatives sans inflexion majeure de leurs orientations et choix antérieurs.

En somme, les études de ce second axe mettent doublement en question les discours dominants des juristes et des économistes. D'un côté, l'idée largement répandue chez les juristes selon laquelle la *soft law* ne produit pas d'effet est battue en brèche. De l'autre, l'affirmation de la propension supérieure de la *soft law* à modifier les comportements qui prévaut dans la littérature économique se trouve également remise en question.

En vérité, derrière le débat sur la faculté des différents instruments juridiques à modifier les comportements, se loge la question des finalités poursuivies par le gouvernement d'entreprises, que nous abordons dans le troisième et dernier temps de la recherche.

➤ 3ème axe de recherche : Pour quelle(s) gouvernance(s) ?

Les codes de gouvernance se sont propagés dans le giron de la *corporate governance*. Plus encore, il y a une **cohérence très forte entre la finalité de la *corporate governance* – à savoir, la maximisation de la valeur actionnariale – et la croyance dans la discipline de marché comme vecteur de l'efficacité des codes de gouvernance**. Le premier constat est donc celui d'une remarquable imbrication des finalités de la *corporate governance* et des ressorts sur lesquels repose l'effectivité des codes de gouvernance. Les finalités et les moyens semblent ainsi parfaitement cohérents. Les actionnaires se trouvent érigés en principal bénéficiaire et évaluateur du gouvernement d'entreprise. C'est en définitive ce qui fait la *ratio legis* du dispositif. Surgissent alors deux interrogations. La première porte sur la **place des codes** de gouvernance lorsque, en l'absence de cotation, l'équipement de la discipline de marché se trouve fragilisé. La seconde, plus prospective, sur le **rôle que peuvent jouer les codes de gouvernance dans les évolutions que peut connaître le gouvernement d'entreprise**,

notamment dans ses finalités.

Dans son étude intitulée « Codes de gouvernance et sociétés non cotées », Aurélie Ballot-Lena s'est attachée à analyser la **diffusion des codes de gouvernance auprès des sociétés non cotées**. La question est alors de déterminer si les codes de gouvernance destinés aux sociétés cotées exercent une influence sur les sociétés qui se situent au-delà de leur domaine d'application « naturel ». L'étude détaillée réalisée dans ce rapport conduit à mettre au jour l'existence de guides de bon gouvernement d'entreprises destinées spécifiquement aux sociétés non cotées. Si ces guides s'inspirent des codes de gouvernance destinés aux sociétés cotées, leur contenu se trouve adapté aux spécificités des sociétés non cotées. Par ailleurs, le rôle de ces guides est moins d'organiser un signal à destination des investisseurs que de constituer un **outil d'aide au gouvernement d'entreprise**. En définitive, Aurélie Ballot-Lena suggère que des instruments propres aux sociétés non cotées se sont développés, rendant les Codes AFEP-MEDEF et Middlednext sans grande utilité à cet égard.

L'étude de Tatiana Sachs prend pour point de départ une interrogation : **les codes de gouvernance peuvent-ils prendre leur part, voire contribuer, aux évolutions du gouvernement d'entreprise ?** Ce questionnement, fondamental, s'est imposé dès le premier séminaire de lancement du projet de recherche à partir d'une analyse des modifications qu'a connues le *Combined Code* en 2014, et mettant en évidence l'élargissement progressif dans le temps des **finalités de la gouvernance**. La contribution choisit alors de suivre une méthode originale, en comparant les usages de la *soft law* ayant pour objet le gouvernement d'entreprise et ceux ayant pour objet la **responsabilité sociale** des entreprises. L'attention s'est tout particulièrement portée sur les obligations de reddition non financière qui se sont développées en matière sociale et environnementale. *A priori*, le versant justificatif du principe *comply or explain* diffère des obligations de *reporting*. A travers l'explicitation des raisons pour lesquelles elles ne se sont pas conformées aux dispositions de leur code de référence, les entreprises ne se contentent pas de rendre compte de leurs performances, elles permettent de les comprendre. A cet égard, l'*explain* est porteur d'une potentielle démarche de réflexivité sur les pratiques des entreprises, et plus encore sur les préconisations des codes de gouvernance. Ce point est mis en évidence, dans le rapport, à travers l'étude des rapports de gestion des sociétés du CAC 40. Toutefois, et il s'agit d'un second point essentiel de la contribution, la prégnance de la discipline de marché produit deux effets qui paralysent cette logique réflexive. Le premier, largement constaté, est la prévalence de comportements de *compliance* ou de déclarations de *compliance* qui ne correspondent pas toujours aux comportements effectifs. Prenant acte de la préférence des investisseurs pour la *compliance*, les sociétés tombent dans la « transparence conformiste »³⁰. Le second effet est la standardisation des raisons fournies. La pression à la standardisation tient à l'exigence de

³⁰ Nous empruntons à nouveau le terme de J.-C. Duhamel, B. Fasterling, « Le *comply or explain* : La transparence conformiste en droit des sociétés », *Revue internationale de droit économique*, 2009, pp. 129-157.

comparabilité qui se trouve au cœur de la discipline de marché, mise en évidence de façon transversale dans les différentes contributions du rapport. Afin que les investisseurs, mais également ceux qui contrôlent la mise en œuvre des codes, puissent procéder à leur évaluation et prendre leurs décisions d'investissement, ils doivent être mis en mesure de comparer les performances des différentes sociétés. Voilà qui peut conduire à une décontextualisation des justifications fournies et donc un affaiblissement de la logique de réflexivité. Ce mouvement, inhérent à la discipline de marché, invite dès lors à rechercher des instruments dont la mise en œuvre s'émancipe de cette logique. Les expériences menées en matière de responsabilité sociale des entreprises peuvent alors servir de point d'appui.

AXE 1

Quel(s) modèles de gouvernance ?

Les codes de gouvernance d'entreprise se définissent comme une collection de recommandations de bonnes pratiques concernant la structure et l'exercice du pouvoir à l'intérieur de l'entreprise. Pour autant, ils recouvrent des réalités très variées. En effet, ils peuvent être produits par des auteurs très divers (organismes professionnels, commissions para-publiques...) et renvoyer à des contenus également très divers.

Prenant acte de cette variété des codes de gouvernance, le premier axe de la recherche a donc une vocation descriptive et vise à identifier et caractériser les principaux attributs des codes de gouvernance. A cette fin, Katrin Deckert et Gaëtan Marain documentent la diversité de ces codes de gouvernance et identifient les principaux axes structurants de leur pluralité en dressant une cartographie croisant des données sur les auteurs, les types d'entreprises concernées (cotées ou non cotées, taille, secteur d'activités), et certaines dimensions du contenu des codes.

Dans cet objectif, une sélection de plus de trente codes de gouvernance, choisis pour leur caractère représentatif du fonctionnement et de l'organisation des entreprises sur les différents continents, est opérée parmi l'ensemble toujours croissant de codes en vigueur à travers le monde. Parmi la variété des thèmes traités dans les codes de gouvernance, deux types de dispositifs de gouvernance sont choisis pour leur centralité dans la vie des entreprises et étudiés plus en détail, respectivement la définition de l'administrateur indépendant d'une part, et les règles de fixation de la rémunération d'autre part.

L'analyse de cet ensemble de codes nous permet de mettre en évidence la communauté de thèmes, vocabulaire et préoccupations irriguant l'ensemble des codes, en même temps que la diversité nationale ou locale les caractérisant. Ce faisant, elle révèle une **tension entre l'apparente homogénéité des codes de gouvernance d'entreprise d'une part, et leur ancrage dans les traditions juridiques nationales d'autre part**. L'analyse souligne également la difficile articulation réalisée par les codes entre global et local d'une part, général et particulier d'autre part, que plusieurs chapitres dans la suite de ce rapport s'emploient à analyser, notamment par le biais du principe du *comply or explain* (cf. notamment chapitres 3 et 4 de l'axe 2 de la recherche).

Rédigée par Katrin Deckert et Nicolas Rontchevsky, une seconde contribution approfondit l'analyse sous l'angle d'une comparaison entre codes allemand et français, dont elle souligne les éléments de convergence et de divergence.

Partie 1 : Quel(s) modèle(s) de gouvernance ?

Chapitre 1^{er} – Éléments d'une cartographie des codes de gouvernance à travers deux illustrations : l'indépendance des administrateurs et la rémunération des dirigeants et des non-exécutifs

Katrin Deckert (Université Paris Nanterre & CEDCACE)

Gaëtan Marain (Université Paris Dauphine – PSL)

Des codes de gouvernement des entreprises existent aujourd'hui dans la majorité des pays du monde. Certains pays, bien qu'il s'agisse (encore) d'une minorité, ont même adopté plusieurs codes en la matière. Le contenu des différents codes est toutefois variable, même si des grandes lignes ou grands principes se dessinent (Annexe 1).

Tous les codes de gouvernement d'entreprise étudiés dans cette contribution contiennent notamment des dispositions concernant les administrateurs (*lato sensu* : membres du *board of directors* ou du conseil d'administration) ou du directoire, et membres du conseil de surveillance indépendants et la rémunération des dirigeants et non-exécutifs. Mais celles-ci sont hétérogènes d'un pays à l'autre, en particulier quand on les étudie dans le détail.

Certes, on observe une certaine harmonisation factuelle de ces documents, notamment en ce qui concerne les questions de la présence d'administrateurs indépendants et de l'encadrement de la rémunération des dirigeants. Plus précisément, les codes semblent s'inspirer de certains grands principes communs, que l'on retrouve en particulier dans les « Principes de gouvernance d'entreprise » du G20 et de l'OCDE, ou encore dans le *UK Corporate Governance Code*. Ces points communs trouvent sans doute leur explication dans des attentes communes (et même les pressions exercées en ce sens) des investisseurs internationaux, et plus particulièrement des investisseurs professionnels.

Cependant, les similitudes et ressemblances s'arrêtent là. L'étude des codes (abstraction est faite des lois en vigueur dans les différents pays étudiés) dans leurs détails révèle des différences non négligeables sur ces points sensibles, et même de manière plus générale.

1. Indépendance des administrateurs

1.1. Exigence d'administrateurs indépendants

Le droit des sociétés des différents pays n'exige pas toujours la nomination d'administrateurs indépendants dans les conseils. Leur présence est toutefois souvent requise non seulement par les règles d'admission à la cotation en bourse (*listing rules of stock exchanges*), mais aussi par les codes de gouvernement d'entreprise.

Avoir des administrateurs indépendants dans les conseils d'administration/*boards* (moins dans les conseils de surveillance) est même une tendance générale aujourd'hui. Si l'exigence d'un président non-exécutif et indépendant demeure un cas rare, en revanche, la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil est quasi unanimement recommandée.

On trouve un large éventail de recommandations (v. aussi *infra*) : certains codes exigent une proportion des membres indépendants allant de la majorité des effectifs à un tiers, d'autres un minimum de deux membres. La plupart des codes imposent la présence d'une majorité de membres indépendants et le tiers impose une présidence de ce conseil indépendante. L'annexe 2 dresse un bilan détaillé de ces recommandations pour notre échantillon de codes.

Les administrateurs indépendants constituent un aspect important du bon gouvernement d'entreprise, et ce dans tous les codes étudiés. Des scandales ont même attiré l'attention sur ce sujet et suscité des propositions relatives aux administrateurs indépendants. Pourtant, il n'a pas encore été établi, de manière empirique, que la présence d'administrateurs indépendants permettrait vraiment d'améliorer la performance de l'entreprise et/ou de rendre sa gouvernance plus efficiente (et notamment d'éviter des conflits d'intérêts et/ou d'assurer un meilleur contrôle de la direction générale). Quelques études parviennent même à la conclusion contraire, à savoir à leur inefficience et donc leur

inutilité³¹.

Les attentes élevées quant au rôle des administrateurs indépendants n'ont été que partiellement comblées. L'instauration des administrateurs indépendants semble n'avoir eu que peu d'impact dans la gouvernance et, surtout, elle n'a pas pu éviter des scandales majeurs, par exemple dans l'affaire Enron aux États-Unis ou encore dans le scandale Olympus au Japon, où le *board* était pourtant composé d'administrateurs indépendants. Être indépendant n'est donc pas en soi un gage de bon gouvernement d'entreprise. Il faut surtout être compétent, avoir les qualités et l'expérience requises en matière de gestion d'entreprise pour exercer de telles fonctions.

Certains codes recommandent de nommer un administrateur indépendant référent (*senior independant director*) qui prend quelquefois le titre de vice-président (c'est le cas notamment du code des Etats-Unis, de Singapour, de la Russie, de l'Italie et du Royaume-Uni). Certaines sociétés procèdent du reste à une telle nomination même lorsqu'elles n'y sont pas invitées par un code. Ses prérogatives sont généralement définies par le règlement intérieur qui prévoit certains contre-pouvoirs afin de garantir la bonne gouvernance de la société. Il veille à l'absence de conflits d'intérêts, peut s'occuper des relations avec les actionnaires minoritaires et institutionnels ou encore participer aux réunions des comités spécialisés, etc.

Quant à la proportion des administrateurs indépendants, la tendance est aujourd'hui clairement au renforcement de leur nombre, tant au sein du conseil d'administration/*board* que dans ses comités (et il en va de même dans les conseils de surveillance).

Les proportions requises pour le conseil d'administration (et le conseil de surveillance) varient toutefois selon les pays. On trouve également des différences en ce qui concerne les comités.

Plus précisément, beaucoup de codes exigent que la majorité (ou un nombre « significatif ») des administrateurs des sociétés soient indépendants (Australie, Brésil, Suisse); d'autres, en revanche, ne requièrent qu'un tiers d'administrateurs indépendants (France³², Qatar), voire moins encore (le code taiwanais exige seulement qu'un cinquième du *board* soit constitué d'indépendants). La même tendance est observée dans les conseils de surveillance, à ceci près qu'il est parfois prévu que tous leurs membres doivent être

³¹ V. not. M. Aglietta et A. Réberieux, *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel, 2015, p. 302. S. Bhagat et B. Black, « The uncertain relationship between board composition and firm performance », *New-York, Business lawyer*, vol. 54, 1999, p. 76 ; S. Cavaco, *Conseils d'Administrations et performances des sociétés cotées*, Paris, 2012, p. 148 ; A. Ramaiya, *Guide to the Companies Act – Providing guidance on the Companies Act 2013*, Haryana, LexisNexis, 2015 ; A. Shivasdani et D. Yermack, « Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? », North Carolina, Usa, *Journal of Financial Economics* 43(2) 195-218, 1998, p. 216.

³² Le Code AFEP-MEDEF et le Code Middlednext recommandent la présence d'un tiers d'administrateurs indépendants lorsque le capital est contrôlé et la moitié en cas de capital dilué.

indépendants (Pays-Bas).

Souvent les codes vont encore plus loin en exigeant que les comités clés (comité d'audit, le comité de rémunération et le comité de nomination) soient composés majoritairement (le code indien recommande la présence d'une majorité de membres indépendants au sein du conseil de nomination comme du comité d'audit), voire même entièrement (surtout le comité d'audit) d'administrateurs indépendants (le code suisse demande ainsi que tous les membres du comité d'audit soient indépendants ; le code Afep/Medef français demande quant à lui que l'ensemble des membres du comité de nomination soient indépendants). Le nombre et la répartition exacte des administrateurs indépendants dans ces différents comités font cependant place à de larges divergences.

En outre, la plupart de ces comités clés doivent aussi être présidés par des administrateurs indépendants (mais il est vrai que souvent le dispositif fait doublon de la loi qui l'exige déjà). En revanche, peu de codes recommandent qu'un administrateur indépendant préside également le conseil d'administration/*board* (seuls cinq codes le recommandent sur un panel de vingt-huit : Australie, Corée du Sud, Malaisie, Russie et Afrique du Sud).

L'exemple du code de la Corée du Sud est emblématique à ce titre, car il prévoit que le président du conseil d'administration doit être non-exécutif et indépendant. Ce document demande également que le conseil d'administration soit exclusivement composé d'administrateurs non-exécutifs dont deux au moins sont également indépendants. Quant au comité des rémunérations, il doit comprendre une majorité de personnes indépendante ainsi qu'un président indépendant. Enfin, si la majorité des membres du comité de nomination doivent être indépendants, rien n'est en revanche dit sur le comité d'audit.

Le code de gouvernement d'entreprise de Taïwan propose quant à lui une répartition tout à fait différente puisqu'il impose uniquement la présence d'administrateurs indépendants à hauteur d'un cinquième des membres du conseil d'administration (avec un plancher de deux administrateurs au moins). Par ailleurs, tous les membres du comité d'audit doivent être indépendants, mais le code demeure silencieux quant à leur présence au sein d'un comité de nomination.

1.2. Définition de l'indépendance

Deux questions se posent ici : quels sont les critères de l'indépendance et qui les fixe ? Ce sont en effet les critères d'indépendance qui sont décisifs de la qualification d'un administrateur.

Or, il apparaît que les critères d'appréciation de l'indépendance (et de la compétence)

des administrateurs varient dans les différents codes. L'annexe 3 fait le point sur les différents critères d'indépendance retenus.

Les codes dressent cependant parfois – mais pas toujours (Indonésie, Maroc) – des listes de critères pour encadrer l'appréciation des conseils quant à l'indépendance de leurs membres. La règle prônée par les codes est que les conseils d'administration/*board* comportent des administrateurs indépendants non seulement du management (non-exécutif), mais surtout à l'abri de toute source de conflits d'intérêts.

Les critères de l'indépendance sont souvent sommaires et négatifs (absence de définition positive de l'indépendance) : ni salarié, ni président ou directeur général de la société ou d'une société de son groupe, ni actionnaire important ou lié à un actionnaire important, ni lié à un partenaire significatif et habituel de la société ou des sociétés de son groupe.

Les codes consultés proposent le plus souvent d'apprécier l'indépendance d'un administrateur à l'aune de son implication auprès de différents acteurs. Il peut s'agir, par exemple, de son :

- implication auprès de l'actionnaire principal (par ex. : Australie, Brésil) ;
- implication auprès de l'entité principale (celle où l'impétrant veut exercer ses fonctions) (par ex. : Suisse, Royaume-Uni) ;
- implication auprès des filiales (par ex. : Italie, Russie, Suède) ;
- implication auprès des fournisseurs (par ex. : Qatar, Tunisie) ;
- implication en tant qu'audit de l'entité principale (par ex. : France, Corée du Sud) ;
- implication auprès d'ONG financées par l'entité principale (par ex. : Etats-Unis, Tunisie) ;
- enfin, la question des liens familiaux est parfois examinée (par ex. : Australie, Suède).

Pour chacune de ces entités, on observe ensuite si le candidat a déjà servi en qualité de :

- employé ;
- administrateur/membre du *board* ;
- actionnaire ;
- partenaire commercial ;
- ou, s'il y a exercé une « influence dominante ».

La participation à différents organes est parfois sous-tendue par une règle de prescription. Par exemple, le code italien précise que le candidat ne doit pas avoir eu de participation significative dans l'actionnariat de l'entité principale dans les trois dernières années. Un administrateur peut donc, après l'écoulement d'un certain laps de temps, répondre de

nouveau aux exigences de l'indépendance. Réciproquement, la qualité d'indépendant se perd avec le temps. Certains codes prévoient ainsi qu'un administrateur ne peut être indépendant au-delà d'un certain nombre de mandats consécutifs (c'est, par exemple, le cas du code indien et malaisien). Les règles des différents codes étudiés concernant les critères de l'indépendance sont donc assez proches, sans être identiques toutefois.

Dans beaucoup de codes (Tunisie, Singapour), les représentants d'actionnaires importants au conseil d'administration/*board* ne sont pas considérés comme étant des administrateurs indépendants, puisqu'une distinction est établie entre l'intérêt social, d'une part, et celui des actionnaires, d'autre part, selon la conception de la gouvernance ; mais une minorité de codes, surtout aux États-Unis, renvoient à un autre modèle de gouvernance, où l'intérêt social coïncide avec celui des actionnaires, de sorte que la représentation d'actionnaires importants n'exclut pas nécessairement l'indépendance.

Un autre problème souvent rencontré, surtout dans les pays avec un système de co-gestion ou co-détermination des salariés en Allemagne, est celui de la qualification des salariés ou représentants des salariés et/ou syndicats au conseil : peuvent-ils être considérés comme indépendants ?

Quoi qu'il en soit, les critères d'indépendance ne sont que des lignes directrices non contraignantes pour le conseil d'administration lorsqu'il est amené à déterminer si un administrateur est indépendant ou non. En dernière analyse, il doit justifier ou au moins expliquer sa décision en vertu du principe « se conformer ou expliquer ».

Retrouve-t-on la même diversité et la même souplesse dans les codes en ce qui concerne la rémunération des dirigeants ?

2. Rémunération des dirigeants et non-exécutifs

Un bref rappel de terminologie s'impose au préalable :

- dirigeants (« mandataires sociaux exécutifs ») : président du conseil d'administration (unicité des fonctions), directeur général et directeur général délégué, membre du directoire et son président
- non-exécutifs (« mandataires sociaux non-exécutifs ») : administrateur (en France : pas de mandataire social, mais dirigeant de droit, il peut être exécutif), président du conseil d'administration (dissociation des fonctions), membre du conseil de surveillance et son président
- *board* : *executive* et *non executive directors* (ED/ NED)

La rémunération est devenue aujourd'hui un sujet très important et sensible dans la vie des sociétés, en particulier dans les grandes sociétés cotées. L'annexe 4 en présente les grands principes dans les différents codes de notre échantillon.

Traditionnellement, les règles de rémunération prévues dans les codes sont rédigées en termes très généraux. Est ainsi exigé, par exemple, que la rémunération soit « adéquate ». La crise financière et économique a conduit cependant à édicter davantage de règles sur la rémunération, dans les lois (rarement) et surtout dans les codes. Aujourd'hui, ces règles y sont de plus en plus détaillées, et variables. Elles concernent aussi bien l'organe compétent pour fixer la rémunération que les composantes et le montant de celle-ci.

2.1. Organe compétent

La rémunération des dirigeants est généralement fixée par le conseil d'administration/*board* ou le conseil de surveillance (règle imposée par le droit des sociétés, *i.e.* la loi *lato sensu*), souvent assistés d'un comité des rémunérations. Ce dernier est fortement recommandé par la plupart des codes étudiés (Hong Kong, Indonésie, Maroc, Russie, Suède, etc.), car il permet d'éviter les dérives. Ce comité des rémunérations est aussi souvent présidé par un administrateur indépendant, pour être plus objectif et plus crédible.

La rémunération des non-exécutifs relève quant à elle de la responsabilité des actionnaires réunis en assemblée générale (règle très souvent imposée par la loi au sens large). Il est pourtant souvent demandé aux actionnaires de se prononcer également sur les rémunérations de leurs dirigeants. Faut-il légiférer ici ou miser sur une autorégulation « exigeante » ? Les réponses varient selon les différents pays/codes, en ayant recours à des formules très diverses et variables. Certains codes (Taiwan, Liban) soumettent la détermination de la rémunération des administrateurs au schéma suivant : recommandation du comité de rémunération puis décision du conseil soumis à l'approbation de l'assemblée générale.

Dans des pays de plus en plus nombreux, le conseil d'administration doit présenter à l'assemblée générale ordinaire annuelle les différents éléments de la rémunération des dirigeants. Cette présentation est souvent suivie d'un vote des actionnaires. C'est la règle dite *say on pay*, qui est aujourd'hui appliquée dans beaucoup de pays (Afrique du Sud, Qatar ; le premier pays à avoir prévu cette règle a été le Royaume-Uni), pour certaines composantes de la rémunération ou parfois pour tous les éléments de la rémunération, suivant des modalités variables, avec un vote tantôt contraignant, tantôt simplement consultatif. Si l'assemblée émet un avis négatif, le conseil doit souvent délibérer sur ce sujet, après avis du comité des rémunérations, et publier un communiqué mentionnant les suites qu'il entend donner aux

critiques exprimées par les actionnaires.

2.2. Composantes de la rémunération

2.2.1. DES DIRIGEANTS

Les rémunérations peuvent comporter notamment :

- une rémunération fixe déterminée sur une base annuelle,
- une rémunération variable en fonction de critères quantitatifs ou qualitatifs,
- des avantages en nature,
- une rémunération en titres de la société,
- un régime de retraite supplémentaire,
- des indemnités de fin de mandat,
- des avantages à l'arrivée pour les nouveaux dirigeants, etc.

La loi et les codes (Brésil, Suisse) tentent d'équilibrer les composantes variables et non variables de la rémunération. Ils recherchent des modes de rémunération incitatifs, permettant d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires et de la société. Les procédés sont souvent très complexes, et les dispositions (des différents codes) en la matière très techniques et assez détaillées. Celles-ci viennent souvent des États-Unis.

Les codes définissent très souvent des critères de performance en vue de la création de la valeur à long terme. Plus précisément, les critères choisis pour conditionner la rémunération variable sont, dans beaucoup de codes (Inde, Italie, Corée du Sud), des critères quantitatifs (critères internes, comme le chiffre d'affaires, et critères externes comme le cours de bourse) et qualitatifs (réalisation d'objectifs stratégiques, etc.) qui permettent de mesurer la performance. La réalisation de ces critères s'apprécie souvent sur une base annuelle, même si la tendance aujourd'hui à la mise en place des programmes d'évaluation sur plusieurs années (long terme).

La loi et les codes tentent aussi de différer une partie importante de la composante variable pendant un certain laps de temps, d'instaurer des dispositions contractuelles permettant de modifier les composantes variables et de limiter les indemnités de révocation dans certaines circonstances (Russie).

2.2.2. DES NON-EXECUTIFS

Cette question soulève un peu moins de controverses.

La rémunération n'étant pas obligatoirement liée à la présence, elle est souvent la contrepartie de la responsabilité du mandat social et non de l'assiduité du bénéficiaire. Il s'agit souvent d'une somme fixe (jetons de présence) répartie par le conseil entre ses membres.

Il est parfois recommandé dans les codes (Australie, Suisse), ou même imposé par la loi, que la rémunération des non-exécutifs ne comporte pas de part variable (en excluant par exemple des options d'achat d'actions), même si la majorité des codes l'autorisent (Brésil, Algérie, Corée du Sud). Autrement dit, certains codes écartent toute possibilité de rémunération variable pour ces personnes, d'autres autorisent au contraire cette forme de rémunération.

Si les rémunérations constituent un sujet sensible, quasiment la moitié n'abordent cependant pas la question qu'ils passent sous silence, complètement ou partiellement. Par exemple, le code de conduite indien est prolixe sur la rémunération des administrateurs, mais demeure silencieux sur celle des dirigeants. La différence est saisissante avec le code singapourien qui propose un schéma exactement inverse. Enfin, les codes de certains pays tels le Liban et le Maroc n'abordent même pas la question des rémunérations. Notons toutefois que c'est la loi qui intervient parfois pour régler cette question.

2.3. Montant des rémunérations

Il n'y a jamais de montant maximal assigné à la rémunération des dirigeants. En vertu d'un principe de cohérence, il est parfois précisé que « la rémunération du dirigeant mandataire social doit être déterminée en cohérence avec celle des autres dirigeants et celle des salariés de l'entreprise » (Code Middlednext).

En définitive, on peut observer une certaine convergence des grands principes en matière d'indépendance des administrateurs et de rémunération des dirigeants et des non-exécutifs, qui sont retranscrits dans différents codes nationaux. Mais dans les détails, ceux-ci varient encore de manière non négligeable. Comment ces différences peuvent-elles être expliquées ?

Chaque code dépend notamment des traditions financière, sociale, culturelle, politique, etc. propres à chaque pays (*path dependency* ou « dépendance au chemin emprunté ») ; les caractéristiques des sociétés et de leur actionnariat (dispersion ou non, par exemple) ainsi que des marchés financiers (développement, profondeur, etc.) varient

également d'un pays à l'autre. Les codes nationaux traduisent nécessairement ces différences, ce qui explique pour partie la diversité des réponses apportées aux questions de la rémunération et de l'indépendance.

Chapitre 2 - The Corporate Governance Codes in Germany and France³³

Katrin Deckert (Université Paris Nanterre, CEDCACE)

Nicolas Rontchevsky (Université de Strasbourg)

1. The first corporate governance code was probably set up in Hong Kong in 1989. The first widely, and even globally, recognized code was the one published in the United Kingdom in 1992 under the direction of Sir Adrian Cadbury, entitled "The Financial Aspects of Corporate Governance" (the "Cadbury Code" or "Combined Code"). A new edition of the Code, now known as the "UK Corporate Governance Code", was subsequently drafted by the Financial Reporting Council and became applicable on 1st June, 2010.

2. In the 1990s and 2000s, there was a wave of corporate governance codes around the world. Today, around 150 countries, that is to say a majority of countries in the world, have a corporate governance code, and some countries, a minority however, have even adopted several codes in this area. The last industrialized country to implement such a code was Japan in 2015.

3. The various corporate governance codes have been introduced (and then amended) for many reasons, and in response to different circumstances, some are country-specific or specific to certain events (financial and/or economic crises, scandals, etc.).

4. The UK Corporate Governance Code has often served as a model for the codes adopted by the other countries in the world. The OECD's "Corporate Governance Principles" certainly present another international standard in this area.

³³ Le texte suivant a fait l'objet d'une présentation (en anglais) lors du Séminaire franco-allemand Paris 1 – Institut Max Planck, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, les 6 et 7 juillet 2017. Il sera publié prochainement dans la Revue trimestrielle de droit financier.

5. Precisely this can be observed both in France and Germany. However, looking at them in details, they appear to differ in many points.

We are going to present those two corporate governance codes, and more specifically, the way they are elaborated and updated (I), the scope *ratione personae* (II), their juridicity (III), their content (IV), the control of the application of the codes (V), the sanctions for non-compliance (VI), and at the end we will offer an assessment (VII).

I. Elaboration and updates of the codes

6. Elaboration and update of the code is very different in Germany and France.

A) Elaboration

7. Regarding the drafting of codes, in Germany in September 2001, the Federal Minister of Justice introduced the *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex* under the chairmanship of Mr. Cromme. It adopted the *Deutscher Corporate Governance Kodex* (DCGK), and transmitted it to the government on 26th February 2002. This code, which is the official "reference" code in Germany, was published in the official section of the Federal Gazette on 20th August 2002.

8. This commission was not dissolved subsequently. Indeed, it is a standing committee composed of (currently 14) members from the economic, scientific and public life spheres, which composition changes regularly. More precisely, it consists of managing and supervisory board representatives of German listed companies and their stakeholders, i.e. institutional and retail investors, academics (economics, jurisprudence), auditors and even a trade union federation representative. The members of the commission are appointed by the German Federal Minister of Justice and for Consumer Protection. The commission can submit recommendations for new members.

9. The Chairman of the commission is appointed by the German Federal Minister of Justice and for Consumer Protection, too. He represents the commission externally and coordinates the work internally.

10. This commission is financed by the industry itself and is independent in its decisions, at least in theory. The government cannot give it instructions or orders on what should or should not be included in the code; and the commission does not include any representative of the government or the political sphere.

11. The commission shapes standards of good corporate governance in the code, which it reviews on an annual basis. It develops the standards not only by internal discussions, but also through exchanges with economical and political actors and the general public.

12. In France, several reports on corporate governance were published in 1995 (*rapport Viénot I*), 1999 (*rapport Viénot II*) and 2002 (*rapport Bouton*). The 2003 AFEP-MEDEF Code unifies the recommendations of the previous reports. It is considered as the main code of reference in France.

13. The AFEP-MEDEF code is elaborated by the *Association Française des Entreprises Privées* (AFEP) and the *Mouvement des Entreprises de France* (MEDEF), that is to say by associations representing issuers and more generally companies. Investors and their representatives or other stakeholders (employees, etc.) are not directly involved in the drafting of this code, although they may be consulted.

B) Updates

14. In both countries, the corporate governance code has already been revised multiple times. Codes are often updated to incorporate best practices or to react to legislative developments (sometimes they also anticipate future reforms) or even crisis and scandals. However, the frequency of updating the code in France and Germany varies, as well as the issue of whether stakeholders should be consulted.

15. In Germany, the corporate governance code is changed almost every year (more precisely 12 times since its creation in 2002: 2003, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2013, 2014, 2015, 2017). Indeed, the *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*, as a special corporate governance entity in charge of updating its code, is often subject to pressure from the financial press, the public (investors), and even from the legislator, to regularly push

forward new rules of governance. These frequent, and sometimes considerable, changes of the code have been criticized for having negative effects, particularly in terms of predictability and legal certainty for companies.

The German Code is going to be completely modified (structure, content, etc.), as announced in June 2017 by the chairman of the *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*.

16. In France, the AFEP-MEDEF Code has changed only six times since 2003 (2007, 2008, 2010, 2013, 2015), the last one took place in November 2016. In 2013, it was greatly modified in order to adopt a stricter approach of the application of the principle comply or explain.

17. Another point that differs between France and Germany is public consultation.

In Germany, the *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex* considers itself as a being open to discussion: it consults the code with companies and their stakeholders, and the public more generally. More precisely, if the commission intends to modify the code, it will consult in a given period the proposals with the interested persons. Everyone is invited to send written comments and remarks on the amendments proposed, which will be taken into consideration during the final consultancy of the commission and will be available on its website (unless a publication was objected).

18. In France, on the contrary, amendments to the code are adopted by AFEP-MEDEF without being subject to prior public consultation.

A High Corporate Governance Committee (*Haut comité de gouvernement d'entreprise*), which was set up in September 2013 at the initiative of Afep and Medef to follow up the AFEP-MEDEF Code, is in charge of suggesting updates of the code in the light of developments in practices, notably international ones, but also of recommendations/insights of the AMF, or even of investors' requests".

II. Their scope *ratione personae*

19. Here again, a different approach can be observed.

The scope of companies subject to the German corporate governance code is relatively broad today.

Indeed, pursuant to section 161 (1) of the Stock Corporation Act (*Aktiengesetz*), the German code addresses listed companies (*börsennotierte Gesellschaft*), which shares are admitted to trading on a regulated market (sect. 3 (2) of the Stock Corporation Act), and companies with access to capital markets (i.e. a company which has exclusively issued other securities than shares for trading on an organised market within the sense of section 2 (5) of the Securities Trading Act (*Wertpapierhandelsgesetz*) and the issued shares of which shall, on the company's own initiative, only be traded via a multilateral trading system within the sense of section 2 (3) sentence 1 no. 8 of the Securities Trading Act).

However, companies whose securities are not publicly traded are also encouraged to follow the German code.

20. The code in Germany mainly targets large internationally active companies. However, in order to avoid overburdening the medium-sized companies to which the code is also addressed, some of its provisions reflect their specific characteristics, regarding in particular their limited material and human resources, and thus allowing greater flexibility.

21. Compared to Germany, the scope of companies subject to the French AFEP-MEDEF Code is not as broad, *i.e.* limited to listed companies only.

However, it should be noted that a second corporate governance code exists in France: the Middenext Code, issued for the first time in 2009. MiddleNext is an independent professional association exclusively representative of the average values quoted on Euronext and Alternext. So this code better suits for medium or smaller listed companies, to which certain recommendations of the AFEP-MEDEF Code would be too burdensome.

III. The juridicity of the codes

22. With the corporate governance code, a new kind of "standards", sometimes mistakenly considered as soft law, has appeared. The term "soft law" is indeed misleading because the

"standards" of the code are not "legal provisions", but "best practices" lacking democratic legitimacy.

A) The codes' structure

23. The German code includes three types or levels of provisions, each of them with a different legal nature: (1) the (numerous) legal provisions in force and therefore mandatory, simply reproduced in the code (and mainly referring to the Stock Corporation Act) (2) several "recommendations" (*Empfehlung*), from which the companies cannot depart without providing an explanation, and (3) the "suggestions" (*Anregung*) from which companies may depart without disclosure. In other words, recommendations (indicated in the code by the use of the word "shall") and suggestions (indicated in the text by the word "should") are not mandatory, thus enabling companies to reflect sector - or company - specific requirements. However, departures from the recommendations – not the suggestions – have to be explained and disclosed in the annual "declaration of conformity" pursuant to section 161 of the Stock Corporation Act, according to the comply or explain approach.

Thus the German code mixes three levels of provisions. However, the clear and exact delimitation of the three categories is not always simple.

24. Unlike the German code, the AFEP-MEDEF Code is solely built around a single type of rules - recommendations – all of which have the same scope, which also allow the use of the comply or explain approach.

25. The Middlednext Code consists exclusively in recommendations, which also apply the comply or explain principle.

B) Mandatory or optional nature of the codes

26. In Germany, the corporate governance code is made mandatory by law: section 161 of the Stock Corporation Act requires companies to make a "declaration of conformity" regarding the application of the code, in which companies have to provide an explanation if they do not comply with certain of its recommendations.

27. More precisely:

The Transparency and Disclosure Act (*Transparenz- und Publizitätsgesetz*) of 19 July 2002 incorporated the code to some extent in the legislative body by introducing the obligation for the management and supervisory board of the concerned companies to declare and publish, once a year, the recommendations of the code which they have not complied with or do not wish to comply with, or which they have applied and will apply (sect. 161 of the Stock Corporation Act). Since the Accounting Law Modernisation Act (*Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz*) of 25 May 2009 was passed, transposing European Directive no. 2006/46/EC of 14 June 2006, the management and supervisory board of the concerned companies do not only have to indicate the recommendations which have not been or will not be applied (according to the comply or declare approach), but also the reasons for such non-application, thus introducing the requirement of explanation into German law (comply or explain approach) (sect. 161 (1) of the Stock Corporation Act). This declaration must then be published on the company's website (sect. 161 (2) of the Stock Corporation Act).

28. As part of the transposition of that directive, the German legislator also introduced an obligation for the concerned companies to include in their management report a corporate governance statement (*Erklärung zur Unternehmensführung*). The latter must contain (1) the declaration relating to the German corporate governance code in accordance with section 161 of the Stock Corporation Act, but also (2) some information about the corporate governance practices that are applied in the company and which exceed legal requirements, and (3) a description of the management and supervisory board working methods, as well as of the composition and working methods of their committees (§ 289a of the German Commercial Code (*Handelsgesetzbuch*)). Finally, the appendix must mention that the declaration of conformity according to section 161 of the Stock Corporation Act was made and where it was published (sect. 285, no. 16, and sect. 314 (1), no. 8 of the Commercial Code).

29. In France, the application of the AFEP-MEDEF Code (or of another reference corporate governance code) is voluntary.

However, the application of the principle comply or explain is made mandatory by article L. 225-37-4 (1) number 8 of the French Commercial Code (*Code de commerce*)³⁴. According to that provision, if a listed company chooses to refer to a code of corporate governance ("drafted by the companies' representative organisations"), it must explain the

³⁴ See Ordinance no. 2017-1162 of 12 July 2017 « portant diverses mesures de simplification et de clarification des obligations d'information à la charge des sociétés ».

recommendations it has chosen to depart from and the reason why it has chosen to do so in its corporate governance report ("*rapport sur le gouvernement d'entreprise*", arts. L. 225-37 (6) and L. 225-68 (6) of the Commercial Code).

30. The principle comply or explain does not apply only to the recommendations in the code, but also to the case when a company decides not to follow the provisions of any reference code. In this case, the reasons why that company chooses not to comply with any corporate governance code should be indicated in the corporate governance report.

31. In practice, it can be observed that companies in France and Germany tend to use generic, non-specific explanations to justify a departure from a recommendation of the code applied.

IV. The content of the codes

32. The German and French corporate governance codes set standards of good corporate practice. The recommendations in both codes refer to nearly the same topics.

Both corporate governance codes contain in particular provisions concerning the company's management and controlling body (ies), but these are generally heterogeneous, especially looking at them in details (for example regarding the definition of "independence" of board members).

33. The two-tier system is mandatory in Germany (consequently the German code only contains recommendations relating to this model), whereas in France companies can choose between the two-tier system and the one-tier system; the latter is however the predominant model among French companies, and the French corporate governance code therefore focuses on it.

34. Nonetheless, some common guidelines/principles emerge in both codes: assertion of the role of shareholders (including shareholder rights), protection of minority shareholders, the importance of a counterweight to (executive) directors, importance of diversity in the board(s), the role of independent board members and committees (audit committee, nomination committee, etc.), control of executive compensation and of transactions with related parties, etc.

V. Control of the application of the codes

35. The entity in charge of controlling the application of the corporate governance code and the content of its reports on that issue, differs significantly between Germany and France.

36. In Germany, the Berlin Center of Corporate Governance, a private institution, is the entity responsible for supervising the application of the code. The practices of companies applying the code are identified by means of a questionnaire sent to the companies in question, which will fill it.

37. In France, since 2004, the AMF is legally responsible for publishing an annual report on corporate governance, internal control and executive compensation (Art. L. 621-18-3 of the French Monetary and Financial Code (*Code monétaire et financier*)).

In its report on the application of the corporate governance code, the findings are not exclusively statistical. The AMF report seeks to assess more qualitatively the observance of the comply or explain principle. The AMF thus identifies examples of good and bad explanations for derogating from a recommendation in the code.

38. The AMF uses in its reports what is referred to as “*name and shame*”: it gives examples and names the companies, which will then suffer reputational sanctions. Market pressure and the threat of damage to their reputation are indeed often incentives to convince managers to have their governance practices comply with the provisions of a code.

The AMF in its report also makes recommendations to companies how to better comply with the code.

39. Since 2014, a second report on the application of the corporate governance codes has been drafted by the High Corporate Governance Committee, in addition to the AMF's report.

Indeed, the High Corporate Governance Committee is not only in charge of suggesting updates of the code. It also prepares, first, an application guide, which purpose is to clarify the interpretation adopted by the High Corporate Governance Committee for some

recommendations of the code, and to provide tools for facilitating its implementation. Second, the High Corporate Governance Committee ensures that the code is being implemented by companies,

40. This committee issues annual reports and answers questions raised by boards, but it can also act on its own initiative in order to encourage companies to give better explanations when they choose not to comply with a code. Unlike the report of the AMF, the report of the High Corporate Governance Committee does not name any of the companies.

In addition, the High Corporate Governance Committee regularly mentions in its annual report about its correspondence with companies “*to point out deviations from the code or insufficient explanations*”.

VI. Sanctions for non-compliance

41. The German law does not contain any express provision regarding the consequences of a violation of section 161 of the Stock Corporation Act, which concerns the declaration of conformity with the German corporate governance code. Such a violation may nevertheless result in sanctions.

42. The sanctions can be of two kinds: nullity of the deliberations of the corporate bodies, and civil liability.

43. First, according to the *Bundesgerichtshof*, the Federal Court of Justice in Germany, in its notorious judgments of 16 February 2009 (*Leo Kirch/Deutsche Bank*) and 21 September 2009 (*Axel Springer*), section 161 of the Stock Corporation Act imposes to respect some obligations, including the obligation to make an exact declaration and to comply with it until it is modified or updated. Thus, an inaccuracy in the declaration relating to the corporate governance code, and more precisely the non-disclosure to the general meeting of a conflict of interest by the management board and the supervisory board, may lead to an annulment of the discharge (*quitus*) of the members of those boards, decided by the shareholders (sect. 120 (1) to (3) of the Stock Corporation Act). More generally arises the question of the nullity of a deliberation of the company's bodies, and in particular of the general meeting, issue that is still intensely debated.

44. Such a violation may also trigger civil liability.

In internal reports, i.e. those between the members of the management board and the supervisory board on the one hand and the company on the other hand, a violation of section 161 of the Stock Corporation Act by an omitted or inaccurate declaration relating to the corporate governance code is considered as a fault committed by the board members, which may result in civil liability towards the company under section 93 (2) sentence 1, and section 116 sentence 1 of the Stock Corporation. Liability implies the existence of a damage caused to the company by this violation; in many cases, however, such a causal link is difficult to prove.

45. Towards third parties, and in particular investors, board members can only exceptionally be held responsible.

Several legal foundations can be considered here. Section 823 (2) of the German Civil Code (*Bürgerliches Gesetzbuch*) could serve as a legal basis for civil liability proceedings, but the intent required by that provision is difficult to prove in practice. Moreover, the question whether section 161 of the Stock Corporation Act is a “protective norm”, a requirement laid down in section 823 (2) of the Civil Code, is debated; the answer seems rather to be negative: the individual protection of investors is not the primary purpose of section 161 of the Stock Corporation Act, it is only a subsidiary purpose. It is above all section 826 of the Civil Code (intentional violation of good *morals* (*boni mores*)) which could be considered, even if the conditions that have to be met according to that provision (and in particular the intention but also the existence of repairable causal damage) are not often fulfilled in practice.

46. In the event that the members of these two bodies are themselves exceptionally civilly liable, the question arises - and is still unresolved - whether their fault should be attributed to the company, by an analogous application of section 31 of the Stock Corporation Act.

47. In France, the sanctions can also be, at least in theory, nullity of the deliberations of the corporate bodies (even if the *nullity of the general meeting's deliberations* is more difficult to obtain in France than in Germany), and civil liability, and probably also criminal liability (false financial statement, market abuse (price manipulation and/or the dissemination of misleading information)).

48. In order to oblige companies to properly apply the comply or explain principle, the AMF may exercise its “power of injunction”, as provided in Article L. 621-14 of the Monetary and Financial Code.

VII. Assessment

49. Some kind of factual harmonization of both codes can be observed, particularly with regard to their content. More precisely, the French and German codes seem to be inspired by certain key common principles, such as those found in the OECD Corporate Governance Principles or the UK Corporate Governance Code. These similarities can also be explained by the common expectations (and pressures put) by international investors, especially professional investors.

But those are the only similarities. A detailed study of the codes reveals some notable differences. How can they be explained?

50. Each code depends, in particular, (1) on financial, social, cultural, political, and other traditions specific to each country ("path dependency"), and (2) the possibility and capacity of each country and its institutions to have - and credibly support - self-regulation. The French and German codes reflect those differences, hence also their diversity.

51. In Germany, shareholding is not widely dispersed, banks still have significant holdings in German companies, and there are many cross-shareholdings between companies, even if this has changed over the last years. The interests of employees as stakeholders of companies are also very seriously taken into consideration, particularly through co-determination. Thus two main principal-agent conflicts can be identified in Germany: that between majority/controlling shareholders (as agents) and minority/non-controlling shareholders (as principals), and the conflict between the company (as agents) and the employees (as principals). Moreover, a small number of takeover bids, a traditionally modest remuneration of managers (particularly in comparison to UK/US practices) can be observed, and there is also a commitment to the two-tiers system of corporate governance: the Germans being convinced of the superiority of this model in terms of the prevention of conflicts of interest, information flows and efficiency.

52. In France, shareholding is not widely dispersed, but it is historically the state and important families that were and still are (even if their participation has decreased) major shareholders, and also more and more professional (foreign) investors, that play an important role. The major agency conflict is that between the controlling/majority shareholders and the minority/non-controlling shareholders. Furthermore, there are relatively few board members, although this seems to be changing today. Executive compensation is lower than in the United States in particular, but still rather high as compared to other European countries, and it is often linked to the company's performance. There are fewer takeover bids than in the United States or Great Britain, sometimes the state may intervene to protect strategic companies.

AXE 2

Quelle effectivité des codes de gouvernance ?

Partie 2 : Quelle effectivité des codes de gouvernance ?

L'axe 2 de la recherche porte sur la question de l'**effectivité des codes de gouvernance**, entendue comme leur faculté à orienter les comportements des acteurs et essentielle pour notre propos en ce qu'elle vise la conformité des comportements observés à ceux prévus par les codes. De façon originale, la question est traitée en mobilisant un double prisme juridique et économique, faisant notamment appel aux outils et aux analyses de l'économie du droit pour étudier les modes d'effectuation des codes de gouvernement d'entreprise en comparaison avec d'autres modes de régulation juridique.

Une première contribution, rédigée par Fabienne Llense, analyse les pré-requis nécessaires à l'élaboration des **outils de mesure de l'effectivité des codes de gouvernance**. Dressant un état des lieux des institutions existantes en charge, à l'heure actuelle, de l'évaluation de l'effectivité des codes, des instruments utilisés et de leurs limites, elle procède à une revue critique des débats théoriques sur l'effectivité des codes de gouvernance et développe une analyse inédite des rapports entre *hard law* et *soft law* et de leurs effets sur l'effectivité des codes de bonne gouvernance en mobilisant le concept économique d'externalités.

En écho à cette approche économique, qu'elle vient compléter, l'analyse juridique développée par Claire Lieury et Katrin Deckert étudie les **difficultés auxquelles se heurte la réalisation du principe du *comply or explain***, sur lequel repose en large part l'effectivité – et quelquefois l'ineffectivité – des codes de gouvernance. Ancrée plus spécifiquement sur les cas particuliers de la France et de la Grande-Bretagne, dans une approche comparative, cette contribution souligne que les limites à l'effectivité des codes tiennent largement à des modalités de mise en œuvre essentiellement déclaratoires et fondées sur la discipline de marché, davantage que sur un contrôle effectif.

Les deux premières contributions, largement axées sur les difficultés d'une mise en œuvre effective des codes, ne doivent pas conduire à occulter le fait que ces codes produisent des effets dans la réalité. Tout en reconnaissant les éléments d'ineffectivité des codes déjà pointés dans les contributions précédentes, la troisième contribution à l'axe 2, rédigée par Sophie Harnay, Fabienne Llense et Antoine Rebérioux, construit une **analyse coûts-avantages des codes de gouvernance d'entreprise** en tant que technologie juridique susceptible de produire des effets réels sur les comportements des agents économiques. L'originalité de cette contribution tient, d'une part, à ce qu'elle souligne la nature et les effets ambivalents des codes, en mettant en évidence à la fois les coûts ou inconvénients qui leur sont attachés

en termes d'effectivité, en même temps qu'elle insiste sur les avantages ou bénéfiques qu'ils comportent notamment pour les agents économiques privés ; l'analyse économique menée ici incite donc à la prudence et conduit à ne pas conclure, de façon univoque et sans précaution, à l'effectivité ou ineffectivité des codes en toute généralité et dans tous les cas de figure. L'originalité de la contribution tient également, d'autre part, à sa méthodologie, puisqu'elle développe une analyse d'économie du droit, dont les outils et les apports sont jusqu'à présent très peu utilisés pour étudier les codes de gouvernance.

L'ensemble des trois contributions précédentes est traversé, de façon sous-jacente, par le constat d'une **tension entre le global et le local** caractérisant l'élaboration et la mise en œuvre des codes de gouvernance, et susceptible de poser des difficultés dans la mise en œuvre des codes à des entreprises dont le cadre d'activités dépasse les territoires nationaux. Il est donc nécessaire d'en compléter les analyses par une étude détaillée des critères de nature à déclencher l'application d'un code de gouvernance donné lorsque l'activité d'une entreprise revêt une dimension transnationale. Dans cette perspective, Laurence Usunier analyse la **place du droit international privé dans la mise en œuvre des codes de gouvernance**. Elle souligne ainsi que les difficultés tiennent principalement à la double nature des codes de gouvernance, lesquels relèvent à la fois du droit des sociétés et du droit des marchés financiers, qui contiennent chacun des modes de résolution des problèmes d'articulation qui leur sont spécifiques. Ce constat conduit, de manière prospective et de façon à élargir les perspectives de recherche de l'axe 2, à s'interroger sur l'opportunité d'une harmonisation des pratiques d'élaboration des codes et sur celle d'un code commun, notamment au niveau européen.

Au fil des contributions, c'est donc un constat nuancé qui semble émerger. Il serait erroné de considérer que les codes de gouvernance ne produisent pas d'effets. Il est tout aussi inexact de les considérer comme des instruments normatifs dont l'effectivité équivaut à celle d'une norme assortie de sanctions étatiques. Rédigée par Sophie Harnay, Fabienne Llense, Antoine Rebérioux et Gwenaël Roudaut, la dernière contribution de cet axe de recherche développe une étude économétrique des effets comparés d'une loi française et du *Combined Code* britannique sur la présence des femmes dans les organes de gestion. Ses conclusions corroborent les analyses des contributions précédentes et soutiennent le constat d'une effectivité tempérée des codes de gouvernance.

Chapitre 3 – Quels instruments de mesure de l’effectivité des codes de gouvernance d’entreprise ? Revue critique des instruments existants et éléments de réflexion prospective

Fabienne Llense (Université Paris Nanterre & EconomiX)

Introduction

L’effectivité renvoie à la capacité qu’a un texte juridique ou extra-juridique de générer chez les intéressés les comportements recherchés (Visscher 1967). L’évaluation de l’effectivité des codes de gouvernance est délicate car, comme tout dispositif ancré dans une démarche d’autorégulation, ce dispositif codifie des normes mais ne contient pas en son sein de mesures contraignantes ou de sanctions formelles permettant de faire respecter ces pratiques par les acteurs économiques concernés. La question de l’effectivité se pose donc de façon encore plus aiguë que pour des textes de loi qui sont, eux, souvent accompagnés de sanctions, propres à donner les incitations nécessaires aux acteurs économiques.

La question de l’effectivité des codes était déjà au centre des réflexions de l’OCDE sur la question de la gouvernance d’entreprise en 2004.³⁵ Dans un premier temps, l’existence même de codes de bonne gouvernance n’avait rien d’obligatoire, et l’application des recommandations contenues dans les codes relevait entièrement de la bonne volonté des entreprises. Puis, peu à peu, l’utilisation, notamment en Europe, de codes de bonne gouvernance est devenue obligatoire et le principe du *comply or explain* (se conformer aux normes édictées par le code ou, sinon, en expliquer clairement les raisons) s’est imposé comme mode d’application (Directive 2013/34/UE du 26 Juin 2013- article 46 bis). Cette *soft law* (droit mou), exigeant plus de transparence quant au fonctionnement des conseils

³⁵ *Corporate governance: a survey of OECD countries*, Report No 53 391, 13 avril 2004.

d'administration et de la gouvernance des entreprises et encourageant l'utilisation de « bonnes pratiques » au travers de la publication de codes de référence, avait pour principal objectif de fournir davantage d'informations aux investisseurs, afin que ces derniers orientent leurs investissements en conséquence et « disciplinent » ainsi les entreprises en les incitant à suivre les recommandations de gouvernance promues par les codes. Ce faisant, les acteurs de marché (investisseurs et actionnaires) devaient rendre cette régulation extra-juridique, cette *soft law*, effective. Une grande partie de la littérature académique, mais aussi une partie des praticiens, considèrent cependant aujourd'hui que les actionnaires et investisseurs n'ont pas joué leur rôle, remettant en cause l'effectivité réelle des codes. Cela soulève la question des réformes à mettre en œuvre pour assurer l'effectivité des régulations dédiées à la gouvernance d'entreprise : *soft law* (réglementation extra-légale), mais aussi par extension *hard law* (réglementation légale).

Pour la *soft law*, la question de l'effectivité revient à se demander, dans un premier temps et lorsque le principe d'application est de type *comply or explain*, si les recommandations formulées dans les codes de gouvernance sont suivies et sinon les raisons pour lesquelles elles ne le sont pas. Pour la *hard law*, la logique est inverse. Si les entreprises sont concernées par la loi, elles doivent s'y conformer et elles n'ont donc pas à indiquer qu'elles le font puisque ce devrait être le cas par défaut. Il n'y a pas de moyens de déroger à la loi sauf si des conditions particulières de dérogation ont été spécifiées et prévues par la législation. En outre, des sanctions sont généralement prévues.

Or, dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, les éléments de régulation relevant de la *soft law* et ceux relevant de la *hard law* sont de plus en plus imbriqués. De ce fait, les frontières sont de moins en moins nettes entre les deux types de régulation dans le champ de la gouvernance d'entreprise. Les codes de gouvernance reprennent ainsi couramment des textes législatifs existants, leur donnant par là une plus grande visibilité auprès des entreprises en définissant clairement les comportements en conformité (et par opposition en non-conformité) avec la loi. La législation impose en outre l'utilisation de ces codes et de leur principe d'application, le *comply or explain*. Mais plus largement, les textes de lois proposent parfois des modalités de suivi et de contrôle très proches de ceux utilisés par une régulation de type *soft law*, avec par exemple des exigences sans sanctions effectives (loi Sapin II sur le *say on pay*, loi Rebsamen du 17 août 2015 du Code du commerce sur la représentation des salariés, loi Copé Zimmermann de 2017 sur les quotas de femmes dans les conseils d'administration). Cette hybridation des deux types de régulation, *hard law* et *soft law*, est susceptible de modifier leur effectivité respective et complexifie donc la question de l'effectivité des codes de gouvernance. Il est nécessaire de définir précisément les contours de cette effectivité recherchée en matière de gouvernance d'entreprise afin de pouvoir proposer des instruments de mesure adéquats. Les prérogatives données aux différents acteurs en charge du suivi, les sources d'information mobilisées par ces derniers et les instruments de mesure utilisés constituent, en effet, la base des incitations que l'on souhaite donner aux acteurs économiques et dépendent largement des contours de l'effectivité

attendue par les régulateurs. Le type de suivi mis en œuvre génère ainsi des incitations, et doit permettre d'agir sur les comportements des acteurs économiques concernés par la gouvernance d'entreprise (au-delà de leurs motivations intrinsèques).

Dans une première partie, nous reviendrons sur l'existant : les institutions en charge de l'évaluation de l'effectivité des codes, les instruments utilisés et leurs limites. Dans une seconde partie, on s'intéressera aux nouveaux débats théoriques sur l'effectivité des codes de gouvernance, aux externalités existant entre *hard law* et *soft law* et à leurs effets sur l'effectivité des codes de bonne gouvernance.

1. L'existant : le(s) suivi(s) et les mesures de l'effectivité des codes de GE et leurs limites.

1.1. Des suivis sans contrôles : les institutions/organisations en charge de l'évaluation de l'effectivité des codes

1.1.1. LES INSTITUTIONS EN CHARGE DU SUIVI DE L'EFFECTIVITE DES CODES : PRATIQUES ET PREROGATIVES

On observe une multiplicité des institutions en charge, officiellement ou non, du suivi des codes de gouvernance³⁶. En France, on observe une certaine diversité, en voici une liste (non exhaustive) d'exemples représentatifs :

- L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) : autorité officielle en charge du suivi de la mise en conformité des entreprises avec les recommandations du Code AFEP-MEDEF, produisant un rapport d'évaluation de la mise en œuvre, exclusivement nourri des rapports fournis par les entreprises elles-mêmes ;

- Le Haut Comité à la Gouvernance d'Entreprise (HCGE) : un organe *ad hoc* créé par les représentants patronaux AFEP-MEDEF, qui institutionnalise le contrôle par les pairs en produisant un rapport de suivi de la mise en œuvre du Code AFEP-MEDEF, et produisant également un guide censé favoriser l'apprentissage collectif, en rendant les recommandations du code les plus intelligibles (et donc applicables) possible par les entreprises ;

³⁶ Sur ce point, v. notamment les tableaux en annexes et la contribution de T. Sachs.

- Les *proxy advisors* : organismes d'aide au vote en assemblée générale, dont le suivi est plus parcellaire et moins accessible au public, mais qui, par leur travail de veille et d'alerte, assurent également une part du suivi ;

- Les médias qui suivent certains aspects de la gouvernance comme les rémunérations des dirigeants et contribuent à diffuser les informations.

D'un point de vue plus général, on remarque que les institutions publiques et/ou privées, qui sont chargées du suivi de l'application des codes de gouvernance dans les entreprises, proposent des synthèses relatives à la mise en conformité et, éventuellement, à la qualité des explications en cas de non-conformité, mais qu'elles ne font pas, en revanche, de travail de vérification des informations fournies. Elles sont donc plutôt des observateurs que des véritables « gendarmes » des codes de gouvernance. Les critiques émises par ces institutions peuvent porter sur la forme des informations fournies par les entreprises, en particulier leur manque de clarté ou de lisibilité, mais pas sur l'exactitude des informations fournies (CV des administrateurs, fonctionnement du conseil d'administration, etc.). Les synthèses des rapports ainsi produites sont donc tributaires de la qualité de la matière première utilisée (les documents de *reporting* fournis par les entreprises).

En effet, les institutions en charge du suivi et de l'évaluation de l'effectivité des codes de gouvernance ont en général des prérogatives limitées, qui ne leur permettent pas d'avoir accès à des sources d'informations complémentaires. Ces dernières pourraient soit être demandées directement aux entreprises, soit être obtenues à travers d'éventuelles enquêtes indépendantes. Le croisement de ces informations complémentaires avec les informations fournies spontanément par les entreprises permettrait pourtant la vérification des informations fournies par les entreprises et renforcerait ainsi l'effectivité de cette *soft law*. En dépit d'une tendance à l'élargissement des prérogatives données aux institutions en charge du suivi de l'effectivité des codes de gouvernance, le suivi effectué reste donc généralement assez passif. Le renforcement des prérogatives et pouvoirs de contrôle de ces institutions est donc peut-être le premier élément sur lequel la réflexion sur l'effectivité des codes doit porter.

1.1.2. LES ENSEIGNEMENTS DU SUIVI DU *COMBINED CODE* PAR LE FINANCIAL REPORTING COUNCIL AU ROYAUME-UNI.

Le *Financial Reporting Council* (FRC) est la principale institution qui s'attelle à l'évaluation de l'effectivité du code de gouvernance d'entreprise britannique, le *Combined*

*Code*³⁷. Cette évaluation a lieu très régulièrement (tous les deux ans) et va, en général, de pair avec une consultation publique sur le code en vue de sa mise à jour continue. Les révisions menées par cette institution se font par morceau. Le FRC choisit des points précis³⁸ sur lesquels il formule des recommandations afin d'amender le code de façon adéquate et progressive, c'est-à-dire en s'assurant d'acquérir un certain degré d'expertise sur les sujets choisis et en intégrant si possible le point de vue des autres parties prenantes (actionnaires, investisseurs institutionnels, cabinets de conseils en investissement, agences de notation, salariés, Etat).

Le *Combined Code* est structuré autour de *principles*, parmi lesquels on distingue les *main principles* et les *supporting principles*,) et de *provisions*, qui correspondent à des formulations plus concrètes et détaillées des grands principes énoncés et sont plus utilisées par les entreprises que les principes eux-mêmes. La principale raison à cela est leur facilité d'utilisation, de type *tick box*, qui revient à cocher des cases. Les entreprises n'ont alors qu'à indiquer si elles se conforment à telle ou telle *provision* à la lettre, plutôt qu'à rédiger des explications sur le respect de l'esprit du principe général associé (*principle*). Le coût de traitement de l'information pour le suivi de la mise en pratique concrète du code par les entreprises en est fortement diminué et les résultats obtenus plus facilement lisibles pour les utilisateurs finaux de ces informations (investisseurs institutionnels et actionnaires).

Le FRC prépare et diffuse des *drafts* de révisions du code qu'il soumet à une consultation publique. Les retours obtenus font l'objet d'une synthèse (*feedback statement*), qui sert ensuite de base à la révision du code. De surcroît, le FRC publie un guide expliquant comment se conformer ou utiliser le principe du *comply or explain*, en respectant au mieux l'esprit du code.

Enfin, depuis 2010, le FRC a complété ces dispositifs, directement liés au code de gouvernance, par un *UK Stewardship code* dont l'objectif est d'améliorer la qualité des relations entre les investisseurs et les entreprises. A cette fin, un code de « bonnes pratiques », cette fois-ci à destination des investisseurs institutionnels, est publié afin que ces derniers soient plus actifs dans leur traitement des informations relatives à la gouvernance d'entreprise et qu'en retour les entreprises puissent récupérer de l'information sur les attentes des investisseurs actuels et potentiels présents sur le marché. L'idée du *UK Stewardship code* est ainsi de renforcer le contrôle de la gouvernance d'entreprise par les actionnaires et les grands investisseurs. En effet, comme indiqué précédemment, l'une des

³⁷ Par exemple, en 2009, juste avant la révision du *Combined Code* de 2010, le FRC publiait le document suivant : *Review of the effectiveness of the Combined Code of corporate governance – second consultation*.

³⁸ Pour la future révision, qui interviendra en 2018, le FRC a choisi de se concentrer sur les recommandations touchant à la culture d'entreprise et celles relatives à la gestion des plans de succession.

hypothèses majeures qui sous-tend l'utilisation des codes de gouvernance comme mode de régulation de la gouvernance d'entreprise est que ce sont les actionnaires qui vont par leur réactivité rendre les bonnes pratiques de gouvernance exposées dans les codes effectives (« corporate governance guidance will ultimately be enforced by shareholders »). Or comme l'indique le rapport sur l'effectivité du *Combined Code* de 2009, cette hypothèse semble globalement fautive dans les faits, les actionnaires manquant de pouvoir, de motivation ou de la coordination nécessaire pour rendre véritablement les codes effectifs (« misconceived, since shareholders rarely have the power, motivation or co-ordination to do this »³⁹). Ce constat, fait dans la patrie d'origine de la *soft law* dans le domaine de la gouvernance, amène le FRC, dans le même rapport, à se demander s'il ne serait pas bon d'incorporer certaines *provisions* au corpus législatif pour les rendre obligatoires (« whether it is necessary to make some of code's provisions mandatory »). En effet si, comme le FRC le craint, les actionnaires ne sont pas en mesure d'exercer un contrôle éclairé et actif des comportements de gouvernance des entreprises, alors cela risque tout simplement d'empêcher le bon fonctionnement de cette régulation de type *soft law*. Le contrôle (et la valorisation par le marché) de l'application des bonnes pratiques est alors trop faible, au point que la question de légiférer pour encadrer la gouvernance d'entreprise se pose à nouveau. Légiférer pourrait alors être plus efficace pour rendre effectives certaines recommandations. Le FRC souligne ainsi que, même si la pression actionnariale (même limitée) a vraiment eu un impact global sur la mise en conformité des entreprises avec les *provisions* du code, elle n'a en tout cas pas réussi à suffisamment influencer les comportements des banques, qui ont dû être secourues financièrement par l'Etat pendant la dernière crise financière.

La crise des *subprimes* a contribué à soulever la question de l'efficacité réelle des recommandations données, qu'elles soient appliquées peut-être trop superficiellement, ou bien, à l'inverse, qu'une application trop indifférenciée de ces dernières provoque de potentiels effets pervers poussant les entreprises à se conformer alors qu'elles auraient de bonnes raisons de ne pas le faire (Walker, 2009). Une entreprise peut ainsi cocher beaucoup de cases sans nécessairement être « bien gouvernée ». L'effectivité du code, c'est-à-dire la conformité des pratiques d'entreprise à ses préceptes, peut n'être que purement formelle, superficielle. Le code est en vérité inefficace. Lorsqu'il n'existe pas véritablement de système d'*enforcement*, l'efficacité d'une *soft law* relative à la gouvernance d'entreprise va donc dépendre en très grande partie de l'attitude des actionnaires et des investisseurs institutionnels face aux informations reçues, de leur capacité à utiliser l'information, mais aussi à accepter, lorsque les raisons sont sérieuses (explications circonstanciées), des déviations au code. Car, à l'opposé du manque de réactivité des acteurs économiques (actionnaires et investisseurs), la littérature académique souligne également le danger d'une conformité forcée qui aboutirait à une certaine uniformité, contraire à l'esprit de flexibilité

³⁹ *Ibid*, note *supra*.

des codes de gouvernance et de la *soft law* (Hooghiemstra et van Ees, 2011). Duhamel et Fasterling (2009) parlent pour caractériser cette situation de « transparence conformiste ». Dans sa révision de 2012, le FRC enjoint donc les entreprises à expliquer, outre le contexte de l'entreprise, les raisons d'une éventuelle déviation, les actions menées pour compenser la non-conformité et respecter l'esprit du code (en décrivant leur méthode/façon de procéder) ainsi que la durée de l'écart signalé (pensent-ils se conformer à la recommandation dans un futur proche ?). En clair, les explications données en cas de non-conformité devraient être circonstanciées. En Afrique du Sud, le principe d'application *comply or explain* a ainsi été transformé en *apply and explain* afin de traduire le fait que la conformité ne doit pas être l'objectif premier du code, mais qu'au contraire la flexibilité offerte par la *soft law* doit permettre aux entreprises d'expliquer leurs choix de gouvernance lorsqu'ils sont différents des normes préconisées par le code de référence.

Dans un tel contexte, les instruments de mesure de l'effectivité utilisés pour évaluer un code de gouvernance prennent donc toute leur importance, puisqu'ils sont censés générer les incitations amenant les entreprises à mettre en place une bonne gouvernance (avant tout recours, par défaut, à de la *hard law*). Il faut donc analyser plus en détails les instruments concrets de mesure de l'effectivité existants afin de pouvoir mieux comprendre les incitations qui sont données, à travers ces derniers, aux entreprises, ainsi qu'aux autres parties prenantes (toujours davantage encouragées à jouer un rôle de contrôle et, si nécessaire, à sanctionner économiquement les entreprises récalcitrantes).

1.2. Des instruments de mesure de la mise en application des codes qui reflètent une asymétrie entre *comply* et *explain*

1.2.1. LE TRIOMPHE DU *COMPLY*: LE PARADOXE DE LA CONFORMITE.

Le principal instrument de mesure utilisé pour évaluer l'effectivité des codes correspond souvent à un simple décompte du nombre d'entreprises qui déclarent être en conformité avec le code de gouvernance. Les institutions en charge du suivi procèdent en général à une ventilation de cette conformité par grands principes ou par thématiques (parfois selon les préoccupations / scandales du moment...), ou tout simplement en reprenant la structure utilisée par le code en question. Le niveau de détail le plus poussé décline le taux de conformité recommandation par recommandation. Certains rapports sur la gouvernance d'entreprises émanant d'acteurs privés sont ainsi très instructifs, faisant preuve d'une remarquable exhaustivité, à la fois pour ce qui est des entreprises couvertes mais aussi des thématiques passées en revue. Par exemple, l'étude de Grant Thornton de 2012 sur le code britannique permet de dresser la liste des *provisions* avec lesquelles les entreprises sont le

moins en conformité (20 % des entreprises étudiées n'ont par exemple pas assez d'administrateurs indépendants, 11 % ne respectent pas les critères d'appartenance à un comité (de rémunération, d'audit), 6% ont un président non indépendant 6 %, *etc.*). On y apprend également que 44 % des entreprises qui ne se conforment pas au code disent qu'elles le feront dans le futur.

Néanmoins, la notion de « conformité » elle-même peut être à géométrie variable. On peut notamment distinguer une conformité « restrictive », qui se limite au constat de l'application, ou non, des principes et recommandations énoncés dans le code, déclinée par thème, et une conformité plus « élargie », qui englobe la première mais s'accompagne également d'explications fournies par les entreprises en cas de non-conformité. Dans ce second cas, si des explications de l'écart à un ou plusieurs principes du code sont données, l'entreprise est alors considérée comme se conformant en tous points à la *soft law*, composée du code et de son principe d'application (le *comply or explain*). En outre, comme souligné précédemment, la conformité peut être de plus ou moins grande qualité, les explications procurées pouvant être insatisfaisantes (niveau de généralité trop élevé, absence d'effort de mise à jour des explications données...). Mais le travail de recension et d'évaluation du caractère satisfaisant des explications fournies étant un travail extrêmement chronophage, il est plus rarement effectué que le simple calcul du niveau de conformité, et il n'existe pas d'instruments de mesure qui renseigneraient efficacement sur la qualité des explications données en synthétisant l'information existante, c'est en général du cas par cas et du dénombrement tout au mieux. Les instruments de mesure se résument donc fréquemment à l'obtention d'un niveau de conformité ventilé par thématique ou par recommandation. De surcroît, ces instruments de mesure ne disent rien de la modification réelle des comportements en termes de gouvernance – au-delà des simples déclarations des entreprises – ni sur l'impact diachronique, d'une période à l'autre, des codes de gouvernance sur l'évolution des pratiques des entreprises.

Si, comme expliqué précédemment, les acteurs de marché ne participent qu'insuffisamment à la bonne application des recommandations du code, via des mécanismes de réputation ou de vote par les pieds, alors d'autres moyens devraient être trouvés pour favoriser la mise en application réelle des bonnes pratiques préconisées par les codes de gouvernance. Du point de vue des économistes, il semble assez classique de penser que le type de suivi fourni par les institutions en charge et les instruments de mesure utilisés pour évaluer l'effectivité d'un ensemble de recommandations (comme le code) ou d'une loi, principales sources d'incitations extrinsèques, vont influencer les comportements des agents économiques. Si les acteurs de marché ne jouent pas leur rôle de gendarme et de modérateur de la gouvernance d'entreprise en s'emparant des informations produites grâce à la *soft law*, reste à la puissance publique le soin de réfléchir au suivi qui doit être effectué afin de donner des incitations de substitution.

Une partie de la littérature juridique récente sur le sujet s'intéresse justement à l'insuffisance du critère des niveaux de conformité des entreprises au code (souvent seul instrument utilisé) pour juger de l'impact de ce dernier sur les comportements réels et l'organisation même des entreprises. Certains juristes séparent les deux éléments constitutifs de la *soft law* sur la gouvernance d'entreprise selon le type de régulation dont ils relèveraient (Klettner, 2016). D'un côté, l'objet code de gouvernance qui est qualifié de *management-based regulation* (Coglianese et Lazer, 2003)⁴⁰. Ce type de régulation requiert un effort de la part des entreprises puisqu'on compte sur l'engagement de ces dernières (management, stratégie) pour atteindre des objectifs qui relèvent de l'intérêt général : gouvernance vertueuse des entreprises (respect des droits des actionnaires, promotion des femmes en entreprises...) et maintien de la confiance des investisseurs. De l'autre côté, le principe du *comply or explain* relèverait plutôt d'une *principles-based regulation*, qui a l'avantage de combler les éventuels vides juridiques et de pallier les situations imprévues ou les failles du système juridique (Dempsey, 2013). Ces deux éléments viennent alors compléter la régulation (légale) existante. Mais est-ce suffisant ?

Si la publication d'information a pour principal objectif d'amoinrir les asymétries d'information, alors l'objectif est bien de produire de l'information sur la gouvernance d'entreprise pour elle-même. Si l'objectif de cette transparence est de modifier les comportements des acteurs de marché afin d'améliorer la gouvernance d'entreprise – et *vice versa* – alors cela relève bien de la *management-based regulation* ⁴¹. Dans les deux cas, l'écosystème joue un rôle prépondérant dans la réussite de ces politiques. Une hypothèse sous-tend ce raisonnement : l'hypothèse que les acteurs de marché réagissent à la mise en conformité et à son contenu (forme large de la conformité) lorsqu'ils réalisent leurs investissements. La littérature académique montre que cette dernière hypothèse au moins n'est pas vérifiée (Arcot, Bruno et Faure-Grimaud, 2010 ; Keay, 2014). Mac Neil et Li (2006) expliquent la relative indifférence des investisseurs aux explications fournies par les entreprises pour justifier de leur non-conformité au code par une heuristique qui se contenteraient d'indicateurs de pure performance financière pour juger si une entreprise est suffisamment bien gouvernée. Deux explications possibles peuvent être trouvées à ce type de raccourci. Soit les investisseurs croient en une certaine causalité (seules les entreprises bien gouvernées peuvent engendrer des résultats financiers satisfaisants), soit ils ne commencent à se soucier de la qualité de la gouvernance qu'en cas de mauvais résultats. L'effectivité des codes de gouvernance serait donc court-circuitée par la façon de se comporter des autres parties prenantes du marché, qui se conformeraient à un principe du type *comply or perform*, finalement assez proches des modèles théoriques développés par Hermalin et Weisbach (1998), en lieu et place du *comply or explain*. Dans cette optique, l'intérêt accordé à la

⁴⁰ La *management-based regulation* "requires firms to engage in their own planning and internal rule-making efforts that are supposed to aim toward the achievement of specific public goals".

⁴¹ Sur ces deux versants des obligations d'information, v. la contribution de T. Sachs dans le présent rapport.

gouvernance d'entreprise, au sens strict de la composition et du fonctionnement du conseil d'administration, dépend des performances. Une entreprise performante n'aura guère à se soucier de montrer patte blanche en termes de gouvernance, là où une entreprise moins performante devra au contraire se conformer activement au code afin de compenser la faiblesse de ses résultats.

La littérature essaie donc de comprendre ce qui, malgré la relative indifférence des investisseurs à la gouvernance et en l'absence de véritables sanctions émanant des marchés ou des institutions en charge du suivi, permettrait d'expliquer le respect, au moins de forme (niveaux de conformité élevés), des codes de gouvernance par les entreprises. Là encore, plusieurs explications sont avancées. D'un point de vue collectif, les entreprises souhaitent par le respect des codes de gouvernance échapper à une législation contraignante qu'elles ne contrôlèrent pas et conserver ainsi une certaine légitimité auprès d'acteurs économiques comme l'Etat et les consommateurs. D'un point de vue individuel, les normes ainsi codifiées et respectées peuvent avoir une valeur intrinsèque pour les entreprises (elles leurs sont utiles en elles-mêmes) ou pour des raisons plus superficielles, simplement car tout écart risquerait d'attirer l'attention de certains investisseurs sur les spécificités de l'entreprise en termes de gouvernance (transparence conformiste).

Par ailleurs, de forts taux de mise en conformité, au sens restreint défini plus haut, peuvent cacher le fait que les entreprises concernées prennent à la légère les obligations d'explications en cas de non-conformité ou ne souhaitent pas utiliser le versant *explain* du principe d'application des codes de gouvernance. Il y aurait alors un véritable problème d'application sérieuse et surtout réfléchi des codes. Walker (2009) met même en garde contre tout excès de conformité qui pourrait engendrer des effets pervers. Il souligne en particulier les conséquences de l'arbitrage qui doit être fait par les conseils d'administration entre indépendance et expertise, du fait de la mise en conformité avec le code britannique de gouvernance. En effet, les exigences de ce code en termes d'indépendance des administrateurs non-exécutifs entraînent selon lui une mise à l'écart de profils d'administrateurs experts dans le domaine bancaire et financier, qui seraient pourtant précieux pour prendre les décisions stratégiques dans ce secteur. Comment comprendre alors pourquoi les très grandes entreprises du secteur financier et bancaire ne se donnent pas la peine ou le droit de s'écarter des recommandations de gouvernance des codes afin d'améliorer le fonctionnement de leurs conseils d'administration ? Est-ce que des structures parallèles de discussions, plus informelles, se sont créées ? Y aurait-il une déconnexion entre le respect apparent et sans faille des normes et la réalité ? Est-ce que l'application stricte de code peut vraiment donner lieu à des effets pervers ? Est-ce que les normes sont objectivement trop exigeantes ?

Surtout, pourquoi la dimension *explain* du suivi du respect des codes qui devrait normalement être la solution à ce type de problèmes, n'est-elle pas efficace ?

1.2.2. LA FAIBLESSE DU *EXPLAIN* : L'ABSENCE DE MESURES PAR MANQUE DE NORMALISATION DE L'INFORMATION ?

Les entreprises doivent se conformer au code ou s'expliquer mais le niveau de détails des explications à donner est laissé à l'appréciation des entreprises et les institutions chargées du suivi n'ont, encore une fois, aucun pouvoir de sanction, relatif à la qualité des explications fournies ou au niveau de détail de ces explications. La préoccupation que représente cette absence de norme qualitative a été très clairement exprimée par la commission européenne dans les termes suivants⁴² :

« Yet, as mentioned in the 2011 Green Paper on the EU corporate governance framework⁴³, it appears that there are some shortcomings in the way the principle is applied in practice, in particular as regards the quality of explanations provided by companies when departing from corporate governance codes. »

Le Parlement européen avait ainsi suggéré que soit décrite la solution alternative adoptée par l'entreprise qui ne se conformait pas à un principe de gouvernance du code national de référence.⁴⁴ En 2012, un plan d'action concernant les *European company law and corporate governance* soulignait la nécessité d'améliorer la qualité des explications fournies aux investisseurs⁴⁵. La recommandation européenne suscitée (datant de 2014/208/EU) enjoint dans un premier temps les entreprises à fournir des explications informatives (peu importe leurs formes tant qu'elles sont accessibles sur internet), qui ne soient ni trop généralistes (*tick boxing*) ni trop étayées afin de rester compréhensibles pour les investisseurs. Dans un second temps, il était précisé que :

« the manner in which the company has departed, the reasons for the departure, the way in which the decision to depart from a recommendation has been arrived at, the timeframe of the departure and the measures taken to ensure that the company action [have to] remain consistent with the objectives of the recommendation, and of the code. »

La recommandation se poursuivait en expliquant que l'essentiel était que les explications ne soient pas composées d'un langage trop standardisé, qu'elles devaient

⁴² European Commission Recommendation on the quality of corporate governance reporting (2014/208/EU).

⁴³ COM(2011) 164, 5.4.2011.

⁴⁴ European Parliament resolution of 29 March 2012 on a corporate governance framework for European companies, 2011/2181(INI).

⁴⁵ COM(2012) 740, 12.12.2012.

permettre au contraire de rendre compte des spécificités du contexte dans lequel évolue l'entreprise afin de comprendre la nécessité qu'avait l'entreprise à s'écarter de la norme.

Dans la même recommandation, la Commission européenne indiquait que le principe du *comply or explain* ne peut être efficace que s'il existe des moyens de contrôle efficaces. Elle rappelait également que dans le Livre Vert de 2011 sur le sujet, il avait été question de la trop grande rareté d'instances, publiques ou privés, de contrôle des déclarations et explications des entreprises dans les Etats membres. La commission de conclure ses recommandations en appelant à la réflexion sur les moyens de donner les bonnes incitations aux entreprises afin que les informations et explications données soient les plus satisfaisantes possibles.

Dans les *General provisions* de cette recommandation, il était explicitement demandé que les codes distinguent plus explicitement, parmi leurs recommandations, entre obligation légale, recommandation soumise au principe du *comply or explain* et simple suggestion :

« corporate governance codes [must] make a clear distinction between the parts of the code which cannot be derogated from, the parts which apply on a 'comply or explain' basis and those which apply on a purely voluntary basis. »

La Commission détaillait ensuite les attendus, en termes d'explication, lorsqu'une entreprise s'écarter d'une recommandation du code auquel elle se réfère :

« for each departure from an individual recommendation:

- (a) explain in what manner the company has departed from a recommendation;
- (b) describe the reasons for the departure;
- (c) describe how the decision to depart from the recommendation was taken within the company;
- (d) where the departure is limited in time, explain when the company envisages complying with a particular recommendation;
- (e) where applicable, describe the measure taken instead of compliance and explain how that measure achieves the underlying objective of the specific recommendation or of the code as a whole, or clarify how it contributes to good corporate governance of the company. »

Enfin, la Commission suggérait une forme de présentation qui reprenne l'ordre dans lequel les différentes recommandations sont faites dans le code de référence afin de faciliter le suivi des diverses recommandations par l'entreprise considérée.

Deux éléments apparaissent clairement dans cette recommandation de la Commission européenne et semblent particulièrement intéressants : d'une part, la nécessité de rendre plus apparent ce qui relève des obligations légales et ce qui relève des codes à proprement parler (et doit donc faire l'objet d'un exercice de *comply or explain* éventuel) ; d'autre part, l'importance de la forme prise par les déclarations et publications des entreprises afin que le contrôle des informations ainsi transmises soit facilité.

Afin de donner, avec ces outils de suivi et ces instruments de mesure, les bonnes incitations aux acteurs économiques, encore faut-il savoir quels sont les contours exacts de l'effectivité recherchée.

2. Les contours de l'effectivité recherchée

2.1. L'impact de la forme sur le fond

Les niveaux élevés de conformité aux codes de gouvernance sont couramment expliqués par le fait que l'autorégulation mène nécessairement à l'élaboration d'un ensemble de règles très favorables aux acteurs dont les activités sont régulées. Des règles émanant des personnes auxquelles elles s'appliquent devraient logiquement être peu contraignantes, et il est donc inutile de tenter de mesurer l'effectivité de tels arrangements extra-légaux puisque ceux-ci ne sont vraisemblablement pas très exigeants et donc assez faciles à appliquer. Or, ce n'est pas tout-à-fait ce qui est observé lorsque l'on s'intéresse au degré d'exigence véhiculé par la *soft law* sur la gouvernance d'entreprise (2.1.1). Par ailleurs, l'effectivité des codes ne peut s'analyser sans tenir compte des interactions entre *soft law* et *hard law* dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Or ces dernières sont très peu étudiées sur le plan académique (2.1.2).

2.1.1. LES EFFETS PERVERS DE LA FLEXIBILITE LORSQU'ELLE EST ASSOCIEE A UNE CONFORMITE AVEUGLE : LE MIRAGE DE L'EFFECTIVITE.

L'aspect le plus inattendu lorsqu'on étudie le code britannique, par rapport à la loi américaine sur le sujet, est que le premier code est plus exigeant, détaillé et favorable aux actionnaires (Kershaw, 2015). Par exemple, la période de *cooling off* imposée aux anciens managers afin d'être considérés comme indépendant est de trois ans aux Etats-Unis contre cinq ans au Royaume-Uni. Par ailleurs, au Royaume-Uni, avoir servi comme administrateur indépendant 9 années ou percevoir une rémunération variable de la part de l'entreprise fait basculer l'administrateur dans les administrateurs dépendants. Ces différences sont en

général expliquées par les arguments classiques de capture de la régulation par les investisseurs institutionnels et une législation britannique très pro-actionnaires depuis toujours. Kershaw, au contraire, considère que l'explication réside davantage dans la nature même des codes, dont les recommandations ne sont pas obligatoires et qui peuvent donc promouvoir les meilleures pratiques sans se préoccuper du coût que pourrait faire peser un niveau d'exigence trop important sur les entreprises, puisque, en cas d'inadéquation, celles-ci ont théoriquement le droit de s'écarter des recommandations sans coût direct, juste en s'expliquant. Le problème posé par Kershaw est le suivant : s'il est exact que ce mode de régulation permet d'aller plus loin dans les recommandations en étant plus exigeant (puisque les entreprises ont la possibilité d'expliquer pourquoi elles ont choisi de s'écarter des recommandations formulées) et que les pressions à la conformité sont fortes, alors un tel mode de régulation des pratiques et des comportements peut s'avérer dangereux et contre-productif puisque, même si une pratique est inadaptée au contexte d'une entreprise elle sera respectée, afin de ne pas attirer les critiques des pouvoirs publics et d'une partie des investisseurs. La *soft law*, du fait de sa nature même, aurait donc des effets pervers qui affectent son effectivité.

David Kershaw distingue deux formes d'autorégulation : l'autorégulation « endogène », qui émane des seuls acteurs concernés, et l'autorégulation qu'il dénomme « régulation contrôlée par le marché » (*market-controlled regulation*). Cette dernière correspond à une régulation qui émerge dans un cadre bien particulier où l'Etat coopte directement les acteurs du marché comme régulateurs. Autrement dit, l'Etat force les acteurs à se donner des règles, à codifier des bonnes pratiques. Il délègue donc la régulation aux acteurs privés. Deux éléments interagissent ici : d'une part, le degré d'interventionnisme de l'Etat (ou inversement le degré de passivité de l'Etat) et donc la légitimité que ce dernier donne aux acteurs privés pour qu'ils se dotent eux-mêmes de règles de comportements, et, d'autre part, le calcul par les acteurs privés des coûts et des bénéfices à se doter d'une telle autorégulation (coûts de coordination *versus* bénéfices des règles ainsi établies). Kershaw souligne, à partir de ce constat, les conditions préalables à la mise en place d'une autorégulation efficace : il faudrait pour cela atteindre un équilibre qui réunisse les avantages de l'autorégulation (avantage informationnel des acteurs privés) et minimise ses inconvénients (coût de mise en œuvre et faible stabilité) grâce à une supervision étatique.

Comme exemple d'autorégulation non forcée ou « endogène », Kershaw donne le *Code of Takeover Panel* (code relatif aux offres publiques d'achat). Selon lui, le faible nombre d'actions coercitives liées à un manquement à ce code (deux en plusieurs décennies d'existence) n'est pas le signe d'une faiblesse de sa mise en application mais au contraire la preuve de l'efficacité du fonctionnement de cette autorégulation, de son effectivité. Mais l'objet contrôlé par le *Code of Takeover Panel*, le *deal*, c'est-à-dire le rachat étudié, est peut-être plus facile à superviser et à réguler que le fonctionnement d'un conseil d'administration ou la gouvernance d'une entreprise dans son ensemble, et ce, d'autant plus que les règles de

ce code sont très détaillées et précises.⁴⁶ En outre, ce code explicite clairement qui est responsable de la mise en conformité avec ce dernier : les *company's financial advisors*. L'acteur en charge de la mise en conformité est donc parfaitement identifié. Enfin, en cas de non-respect, et même si aucune sanction monétaire ou pénale n'existe, une mise à l'écart (sociale) des contrevenants constitue une vraie menace ; ce mécanisme est appelé *cold shoulder mechanism*. Cet argument de la pression du milieu des affaires est un argument récurrent dans le discours des promoteurs des codes de gouvernance et de l'autorégulation en général. Tout abus serait sérieusement puni par une critique sévère des pairs, pression sociale qui serait très efficace. Néanmoins, comme le souligne Kershaw, le meilleur mécanisme incitatif reste que le respect du code soit auto-réalisateur, c'est-à-dire que les acteurs aient intérêt à le respecter pour des raisons économiques intrinsèques (car la mise en place de ces règles leur est profitable).

Kershaw prend pour exemple de régulation « contrôlée par le marché » le code de gouvernance britannique et son principe d'application, le *comply or explain*. Comme nous l'avons vu précédemment, ce sont justement les niveaux élevés de mise en conformité avec les codes qui étonnent alors même que ce dispositif est très flexible grâce à son principe d'application, le *comply or explain*. La question qui se pose est donc, selon Kershaw, de savoir d'où proviennent les pressions à se conformer au code puisqu'il n'existe pas de mesures coercitives légales à proprement parler. Deux explications sont avancées. L'une, déjà abordée, concerne les attentes, fondées sur le *benchmark* (le cadre de référence) représenté par le code, pour le marché et les investisseurs. L'autre s'appuie sur des considérations liées à la réputation de deux catégories d'acteurs actifs dans la bonne gouvernance des entreprises : les managers et les administrateurs. L'inconnue porte surtout sur les déterminants d'une réaction négative des investisseurs en cas de dérogation aux règles de gouvernance inscrites dans les codes. Investisseurs et conseillers, quant à eux, ont plutôt intérêt à favoriser la mise en conformité (plus facile à exiger pour les premiers, et qui rend centrale la gouvernance dont ils sont spécialistes pour les seconds). Les grandes entreprises étant celles dont les comportements sont les plus scrutés seraient celles qui auraient le plus intérêt à se conformer au code afin de ne pas souffrir d'une mauvaise publicité fondée sur le non-respect de certaines règles de gouvernance considérées comme saines. Selon Kershaw, le danger de l'autorégulation « contrôlée par le marché » vient justement de sa trop grande effectivité qui, conjuguée à un niveau d'exigence élevé, peut engendrer des effets pervers.

Afin d'illustrer cette théorie, Kershaw prend l'exemple de l'indépendance des administrateurs. N'avoir aucun lien d'affaires et ne pas avoir été *manager* exécutif du groupe récemment diminue le pool de candidats disponibles ayant l'expertise adéquate pour le rôle

⁴⁶ L'épaississement régulier de ce *Code of Takeover Panel* s'expliquerait en grande partie par l'intérêt qu'y trouvent les conseillers financiers dont l'expertise et le rôle d'intermédiaire sortent toujours renforcés lorsque les règles se complexifient.

d'administrateur. Il existe donc un arbitrage entre indépendance et profondeur du marché d'administrateurs potentiels. Une régulation reposant sur le principe du *comply or explain* et non sur la loi, pourra s'affranchir de l'existence d'un tel arbitrage, puisque, en cas de nécessité de trouver un administrateur compétent, l'entreprise peut facilement déroger aux recommandations en termes d'indépendance et piocher dans le marché des administrateurs qui ne sont pas indépendants, tant qu'elle prend soin de bien en expliquer les raisons. Dans le cadre d'une régulation étatique à caractère obligatoire, le régulateur, en fixant les critères d'indépendance, doit au contraire tenir compte de l'offre de candidats sur le marché des administrateurs indépendants. L'auteur dénonce donc un effet pervers de l'autorégulation adossée au principe du *comply or explain* qui pourrait être à l'origine de règles trop exigeantes. Il faut donc être prudent lorsqu'on délègue le pouvoir de régulation d'un domaine aux acteurs privés, non seulement pour les usuelles raisons de capture de la régulation, mais également à cause des effets pervers que peuvent engendrer une culture de la mise en conformité à tout prix associée à une autorégulation exigeante car flexible (*comply or explain*). Une *soft law* plus exigeante associée à un mode de traitement de l'information trop frustré (conformité industrielle et manque de contrôle des institutions chargées du suivi et des actionnaires) peut donc se révéler contre-productive.

L'effectivité atteinte peut, dans ces circonstances, être une effectivité bancaire car susceptible de mener à une bulle normative nocive pour la bonne gouvernance des entreprises. Se pose donc encore une fois la question de la concurrence entre autorégulation et réglementation du domaine de la gouvernance par voie législative. Loin de trouver une réponse unique à cette question, il semble qu'il soit indispensable de mieux comprendre les interrelations entre *soft law* et *hard law* et leurs effets sur leurs effectivités respectives.

2.1.2. IMBRICATIONS ET EXTERNALITES ENTRE *HARD LAW* ET *SOFT LAW* : LES NOUVELLES FRONTIERES DE L'EFFECTIVITE.

La plupart des codes de gouvernance reprennent des dispositions légales. Certaines obligations légales (*hard law*) se retrouvent donc au cœur de textes extra-légaux qui relèvent de la *soft law*. Les codes de gouvernance servent, dans ce cas, de support à certaines dispositions législatives. Cette juxtaposition entre textes juridiques et *soft law* constitue-t-elle un bénéfice mutuel pour les deux modes de régulation ? La reprise de certains éléments législatifs dans le corpus des codes en facilite sûrement la publicité et peut-être même l'appropriation par les acteurs privés, mais cette hypothèse n'a pas encore été testée empiriquement. Aucune analyse n'a été menée sur la sélection des éléments de *hard law* que l'on retrouve dans la *soft law* et de l'effectivité relative de ces éléments législatifs par rapport à d'autres dispositions légales non reprises par les codes de gouvernance. La *soft law* vulgariserait et légitimerait les textes de lois aux yeux des acteurs privés (l'effet serait d'autant

plus fort que la défiance vis-à-vis de la régulation publique est forte par exemple). La *soft law* serait alors un véhicule de la *hard law*. Une autre façon de voir la *soft law* est de la considérer comme un laboratoire de la législation future. Les recommandations seraient d'abord testées sous une forme faible (autorisant la non-conformité) puis, une fois l'initiation faite et la recommandation testée, celle-ci pourrait être reprise dans le corpus législatif. Certaines recommandations des codes seraient des versions *soft* d'une loi potentielle. Pour Mörth (2005), la *soft law* correspond justement à un exercice de codification des normes dans un domaine donné, l'étape suivante étant le passage de la *soft law* à la *hard law*. L'autorégulation serait donc la première étape du processus de fabrication des lois. La *hard law* se substituerait à la *soft law* en cas de réussite (intégration des éléments de *soft law* dans des textes juridiques). On peut penser, au contraire, que la *hard law* est complémentaire de la *soft law*, qu'elle intervient en cas d'échec de la *soft law* ou encore que la *hard law* est un support pour les codes de gouvernance qui, en la reprenant en partie, gagneraient un caractère solennel et utile (synthèse des textes légaux les plus saillants). Le degré de complémentarité ou de substituabilité de l'une à l'autre est mal connu. Ces deux types de régulation sont-elles substituables ou complémentaires ?

S'ajoute à cela la question des potentielles externalités de l'une sur l'autre. L'application, et donc l'effectivité, de l'une se fait-elle au détriment de l'autre ? L'abondance des textes légaux et extra-légaux en matière de gouvernance pourrait par exemple engendrer un effet de *crowding-out* de l'une par l'autre (les éléments de l'une chassent les éléments de l'autre). Un tel remplacement de l'une par l'autre serait d'autant plus préjudiciable s'il se fait au dépend de l'intérêt général, porté par les textes législatifs. Au contraire, des externalités positives pourraient apparaître, comme celles décrites précédemment, où les régulations se renforcent mutuellement (facilitation de la mise en application de l'une par la mise en application de l'autre). Enfin, une dernière externalité pourrait être liée à la prédominance d'une régulation sur l'autre ; dans le cas de codes de gouvernance plus saillants que les textes légaux, la hiérarchie symbolique des normes pourrait en être affectée avec des conséquences notables si l'effectivité réelle de la *soft law* est moins bonne que celle de la *hard law*.

Si les incitations données sont essentielles, alors la forme du suivi est centrale et dépend de la nature des interactions entre *soft law* et *hard law*. Outre des sujets qui relèvent plus ou moins de l'intérêt général (place des femmes dans les conseils d'administration), l'interventionnisme de l'État (*hard law*) peut se justifier par le manque de réactivité de la sphère privée (déficit d'engagement actionnarial) qui menace l'effectivité et donc la crédibilité de la *soft law* à long terme. Dans la conclusion de son rapport de 2009 sur l'effectivité du *Combined Code*, le FRC souligne déjà que la qualité de la gouvernance dépend des comportements des acteurs économiques et pas uniquement des processus de décisions ou des règles d'organisation qui composent le corpus de bonnes pratiques. Il conclut qu'aucun mode de régulation ne peut mener de façon automatique (par son respect, effectivité) à une bonne gouvernance dans les entreprises car le suivi des recommandations ne garantit pas la modification des comportements des agents économiques. La loi peut avoir un rôle à jouer si

on est sûr du type de comportements que l'on veut voir adopter (recrutement de plus de femmes dans les conseils d'administration par exemple). On peut réfléchir, en complément, à des incitations individuelles aux niveaux des administrateurs et des managers. Cette démarche relèverait d'une nécessaire professionnalisation des administrateurs et d'une responsabilisation des principaux acteurs à titre individuel (jetons de présence, évaluation du fonctionnement des conseils d'administration par un organisme indépendant, bonus conditionnels, nomination d'un responsable de la conformité au code de gouvernance). Le FRC rappelle également que les acteurs de marché (ceux qui se prononcent lors des consultations menées) sont favorables au maintien d'un système de régulation fondé sur la *soft law* en ce qui concerne la gouvernance d'entreprise, pour au moins deux raisons : la réactivité et la flexibilité qui permet de fixer des normes ou standards plus exigeants sans que ce soit contraignant.

Tous ces aspects peuvent affecter l'effectivité des deux types de régulation. La *hard law* peut avoir des effets sur l'effectivité de la *soft law* et vice versa. Peu d'études académiques empiriques s'intéressent à cet aspect et proposent une évaluation empirique des externalités potentielles. En outre, ces externalités peuvent être positives ou négatives selon la nature des dispositifs étudiés (quotas, ...).⁴⁷ Il est donc important de mieux connaître ces imbrications et ces externalités afin de pouvoir maîtriser l'effectivité des textes juridiques et extra-juridiques qui régulent la gouvernance d'entreprise.

2.2. Comment construire les bons instruments pour appréhender l'effectivité des codes de gouvernance ?

2.2.1. AU NIVEAU DE LA REDACTION DES CODES

Hard law et *soft law* étant fondamentalement imbriquées, il serait donc utile pour mesurer l'effectivité des codes de distinguer les éléments appartenant au corpus législatif de ceux qui relèvent uniquement de recommandations émanant des instances productrices du code, sans véritable support législatif contraignant. De plus, au sein des recommandations

⁴⁷ En France, de nombreux aspects de la gouvernance d'entreprise font explicitement l'objet de dispositions législatives : l'obligation pour le président du conseil sur le gouvernement d'entreprise d'établir un rapport, l'application du principe « Appliquer ou expliquer », la représentation équilibrée des hommes et des femmes dans les conseils d'administration, le cumul des mandats, la désignation des administrateurs représentants les salariés, la formation/existence d'un comité d'audit, l'obligation dans les rapports de gestion de rendre compte de la rémunération des mandataires sociaux (Rapport AMF 2016).

extra-légales qui composent les codes, on peut parfois trouver une hiérarchie interne qui distingue les recommandations les plus importantes de celles qui ressemblent plus à des *good process guidelines*.⁴⁸

Afin de rendre compte de l'effectivité des codes de gouvernance, il semble donc nécessaire d'ajouter à la ventilation par catégories thématiques, les sous-catégories selon leur importance relative et selon le type d'enjeux (privés – théorie de l'agence – ou sociétaux – intérêt général, place des femmes dans la société) et leur catégorie juridique (*soft law* ou *hard law*). Pour rendre cette ventilation plus aisée, il est nécessaire d'opérer, au moment de la rédaction même des codes, une forte hiérarchisation des propositions et un rappel de leur caractère obligatoire ou non, de façon explicite.

2.2.2. AU NIVEAU DU SUIVI, DE LA SYNTHÈSE DES INFORMATIONS FOURNIES ET DES MESURES

Le bilan de la mise en œuvre de la *soft law* doit être fait pour l'ensemble des entreprises assujetties et non pour les plus grandes ou une sous-sélection d'entreprises choisies sur des critères variables comme c'est souvent le cas, en général par manque de moyens dédiés (sous-investissement). Ce bilan peut tout à fait être fait par diverses institutions en parallèle, mais le principe de vérification systématique par un organisme tiers indépendant, ou à défaut une agence publique, ne serait pas inutile. En effet, l'application de la *soft law* devrait être suivie au même titre que l'application des lois, avec néanmoins un système de co-financement (public-privé) afin de tenir compte du fait que cette régulation est contrôlée par le marché (*marked-controlled regulation*) et que donc celui-ci devrait la financer au moins en partie.

Afin de faciliter ce suivi, il serait utile de rendre le *reporting* (informations fournies par les entreprises) plus lisible encore, en mettant en place une plate-forme de mise à disposition des informations par thème, qui permettrait une vérification simplifiée des informations fournies et pourrait peut-être même donner lieu à une certification des informations publiées et un label lorsque suffisamment d'éléments sont vérifiables et en accord avec les principes du code. Un observatoire des rapports annuels pourrait ainsi être créé, en charge de la mise en ligne des informations, de la vérification et de la labellisation des entreprises selon la qualité des informations fournies et de leur système de gouvernance. Cet observatoire pourrait publier des classements (A, B, C) fondés sur les évaluations, vérifications et labellisations menées. Un tel système de classement pourrait encourager les entreprises à

⁴⁸ Kershaw, p 33.

utiliser la flexibilité à bon escient en laissant la possibilité de ne pas *tick-the-box* à tout prix, afin de favoriser une vraie flexibilité. Les explications circonstanciées pourraient y avoir toute leur place et des moyennes pondérées permettraient de rendre la conformité moins impérative.

En outre, les taux de conformité, et toutes les autres mesures, devraient être calculés en distinguant entre les recommandations qui sont obligatoires (régies par la loi) et celles qui relèvent au contraire du principe du *comply or explain*. Faire ce travail de séparation permettrait de donner une image plus juste de la mise en conformité des entreprises avec les codes. De plus, une étude des évolutions temporelles de ces taux différenciés permettrait de visualiser les impacts respectifs et les éventuelles interactions entre *hard law* et *soft law*. En effet, la reprise d'éléments de *hard law* dans les codes a peut-être permis une mise en conformité avec les règles légales plus rapides qu'elle n'aurait sans doute été sans code de gouvernance. Par ailleurs, l'inverse se produit également, certaines dispositions ou recommandations passant du statut de simples recommandations à une intégration pure et simple dans la loi du pays considéré (disposition sur le quota de femmes dans les conseils d'administrations en France par exemple). Les interactions entre la *hard law* et la *soft law* sont donc plus complexes qu'il n'y paraît et méritent d'être prises en considération afin de déterminer quels seraient les bons instruments de mesure de l'effectivité des codes de gouvernance.

Conclusion

Evaluer l'effectivité d'un arsenal extra-juridique, dont l'application relève en grande partie de l'adhésion volontaire à des normes auto-produites et qui, en cas d'écarts, exige une simple justification, est un exercice somme toute paradoxal. Il faut parvenir à mesurer le respect de la *soft law*, composée du code et de son principe d'application le plus répandu, le *comply or explain*, alors même que le principe de flexibilité est inhérent à cette *soft law*. Plusieurs auteurs constatent et regrettent d'ailleurs une application parfois trop rigide de ces normes de gouvernance, qui résulterait d'une « transparence conformiste » de la part des entreprises et serait par nature inefficace, car allant à l'encontre de la philosophie même de ce type de régulation.

Finalement, toute réflexion sur la mesure de l'effectivité de ces codes équivaut, dans les faits, à rechercher les bonnes incitations, c'est-à-dire celles à même d'engendrer des comportements en accord avec les grands principes ou « l'esprit » de cette *soft law* sur la gouvernance d'entreprise.

La finalité des codes, tels qu'ils ont été pensés initialement, est claire : ils visent avant tout à rassurer les investisseurs et à leur fournir les informations nécessaires quant au mode de gouvernance des entreprises - même si les ambitions liées à ces codes tendent récemment à devenir de plus en plus larges, ceux-ci devenant également de potentiels garants de la responsabilité sociale des entreprises. Ils fournissent un ensemble de règles, normes, censées permettre de réduire le problème d'agence propre aux entreprises caractérisées par une séparation entre actionnaires et dirigeants exécutifs et dont les titres se négocient sur les marchés financiers. Aucune sanction n'étant prévue et le respect de ces codes ne faisant l'objet que d'un suivi par des organismes aux prérogatives limitées, des instruments adaptés de mesure de l'effectivité de cette *soft law* peuvent alors faire office de mécanisme incitatif lorsque les actionnaires ne s'emparent pas spontanément des informations brutes fournies par les entreprises pour rendre cette *soft law* intelligemment effective. L'effectivité de cette régulation et sa faculté à modifier les comportements des acteurs de la gouvernance des grandes entreprises va donc grandement dépendre des instruments de *reporting* qui assurent la mesure et la publicité du respect des codes. L'évolution des mœurs sur certains points (indépendance des administrateurs, comité de rémunération, présence de femmes dans les conseils d'administration, *etc.*), conséquence souvent directe de la mise en place de ces codes, montre en tout cas que cette façon de réguler la gouvernance peut avoir un impact sur l'organisation des entreprises, au moins sur le plan formel. Quant à son impact de fond sur les pratiques, la question est plus complexe et nécessiterait de vrais moyens d'investigations. Il est en effet très difficile d'isoler l'effectivité de la *soft law*, en particulier car les interpénétrations entre *soft* et *hard law* sont très nombreuses. Ce mélange des genres et les externalités qui en résultent demeurent peu étudiés d'un point de vue académique et nécessiteraient aujourd'hui un travail d'analyse plus poussé, susceptible d'éclairer le débat sur l'utilité réelle de la *soft law* d'un point de vue économique.

Bibliographie

- Arcot S., Bruno V., Faure-Grimaud A., 2010. "Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?", *International Review of Law and Economics*, 30, 193-201.
- Coglianesi C., Lazer D., 2003. "Management-Based Regulation: Prescribing Private Management To Achieve Public Goals", *Law & Society Review*, 37, pp. 691-695.
- Dempsey A. L., 2013. *Evolutions in Corporate Governance: Towards an Ethical Framework for Business Conduct*, Greenleaf Publishing.
- Hermalin B. E., Weisbach M. S., 1998. "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO", *American Economic Review*, 88, 1, pp. 96-118.
- Keay A., 2014. "Comply or Explain in Corporate Governance Codes: In Need of Greater Regulatory Oversight?", *Legal Studies*, 34, 279-80.
- Kershaw D., 2015. "Corporate Law and Self-Regulation", *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, LSE Working Papers.
- King Committee on Governance, *King Code of Governance for South Africa, 2009*. Report No 3, Institute of Directors in Southern Africa, September.
- Klettner A., 2016. "Corporate governance codes and gender diversity: management-based regulation in action", *UNSW Law Journal*, 39, 2, pp. 715-740.
- Hooghiemstra R., H. Van Ees, 2011. "Uniformity as a response to soft law: evidence from compliance and non-compliance with the Dutch Corporate Governance Code", *Regulation and governance*, 5, 480.
- MacNeil I., Li X., 2006. "'Comply or Explain': Market Discipline and Non-compliance with the Combined Code", *Corporate Governance: An International Review*, 14, pp. 486-492.
- Mörth U., 2005. « Introduction », *Soft law in governance and regulation: an interdisciplinary analysis*, Edward Elgar Publishing.
- Thornton G., 2012. "The chemistry of governance: a catalyst for change", *Corporate Governance Review*.
- Walker D., 2009. *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities – Final recommendations*, 26 Nov 2009 (Walker Report).

Chapitre 4 – Le principe *comply or explain* : suivi et mise en œuvre des codes de gouvernement d’entreprise au Royaume-Uni et en France⁴⁹

Claire Lieury (avocate) et Katrin Deckert (Université Paris Nanterre, CEDCACE)

Introduction

1. Le principe *comply or explain*, qui peut être traduit en français par « se conformer ou expliquer » ou « appliquer ou expliquer », a fait sa première apparition au Royaume-Uni dans le rapport Cadbury en 1992⁵⁰. Le *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, à l’origine de ce rapport, s’était interrogé quant au moyen le plus efficace pour garantir une plus grande sécurité sur les marchés boursiers par un contrôle plus rigoureux de la gouvernance interne des sociétés cotées. L’un des objectifs de ce comité était de proposer une régulation qui soit adaptée aux différents types et formes des sociétés cotées et à leurs besoins. Autrement dit, il s’agissait d’élaborer des règles de gouvernance flexibles, pouvant s’adapter aux particularités des sociétés concernées. Ce qui explique aussi le recours au droit souple, plutôt qu’à une règle impérative, et la création d’un code de bonne conduite.

2. Les travaux de ce comité ont abouti à l’élaboration du *Combined Code*, régulièrement révisé depuis sous le contrôle du *Financial Reporting Council* (FRC)⁵¹, un régulateur indépendant au Royaume-Uni responsable de la promotion d’une gouvernance d’entreprise de qualité, qui s’applique aux sociétés émettant des titres sur les marchés financiers dans la catégorie « Premium Listing ». Le *Combined Code* a changé d’appellation en 2012 pour devenir le *UK Corporate Governance Code*.

⁴⁹ La contribution sera publiée prochainement dans la Revue internationale des services financiers/ International Journal for Financial Services.

⁵⁰ V. aussi P. Durand-Barthez, « Le principe « appliquer ou expliquer ». Réflexions sur ses fondements et sa mise en œuvre dans le domaine du gouvernement d’entreprise », *Cahiers de droit de l’entreprise*, n° 2, mars-avril 2016, p. 27.

⁵¹ Pour plus de détails, v. *ibid.*

3. Les *Listing Rules*⁵², règlement applicable aux sociétés cotées au Royaume-Uni, imposent à ces dernières de mettre en œuvre les principes essentiels du *UK Corporate Governance Code*. Les sociétés concernées doivent préciser dans leur rapport annuel si leurs pratiques de gouvernance sont conformes ou non aux principes auxquels se rapportent les différentes dispositions du code, bien qu'il soit admis qu'une pratique autre que celle énoncée dans une disposition du code puisse être appliquée, tant qu'elle est justifiée⁵³, et que cet écart permettrait une meilleure gouvernance⁵⁴. Ce choix des sociétés quant à leurs modes de gouvernance se traduit par l'expression *comply or explain*, posant le principe selon lequel la conformité des pratiques des sociétés avec les recommandations du code n'est pas obligatoire, mais que la divulgation des informations quant à sa conformité l'est⁵⁵.

4. Le principe *comply or explain* a été ensuite exporté en dehors du Royaume-Uni, repris par la Commission européenne, puis par le Parlement européen et le Conseil dans la directive 2006/46/EC⁵⁶, qui l'ont introduit ainsi en droit de l'Union européenne. Cette directive, dans son article 1^{er}, 7) insère en effet un nouvel article 46 bis⁵⁷ dans la directive

⁵² *Listing Rules*, LR 9: Continuing Obligations, 9.8.6 additional information (in 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 ».

⁵³ Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*, page d'accueil, disponible sur: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Corporate-Governance-Code.aspx>.

⁵⁴ D. Kershaw, *Company Law in Context*, 2^e éd., Oxford University Press, 2012, p. 254.

⁵⁵ I. MacNeil et X. Li, « 'Comply or explain': market discipline and non-compliance with the Combined Code », *Corporate Governance International Review*, vol. 14, no. 5, sept. 2006, p. 486.

⁵⁶ Directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives du Conseil 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/349/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance.

⁵⁷ Article 46 bis : « 1. Toute société dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé [...] inclut une déclaration sur le gouvernement d'entreprise dans son rapport de gestion. Cette déclaration forme une section spécifique du rapport de gestion et contient au minimum les informations suivantes : a) la désignation :
i) du code de gouvernement d'entreprise auquel la société est soumise, et/ou
ii) du code de gouvernement d'entreprise que la société a décidé d'appliquer volontairement, et/ou
iii) de toutes les informations pertinentes relatives aux pratiques de gouvernement d'entreprise appliquées allant au-delà des exigences requises par le droit national.

Lorsque les points i) et ii) s'appliquent, la société indique également où les textes correspondants peuvent être consultés publiquement. Lorsque le point iii) s'applique, la société rend publiques ses pratiques en matière de gouvernement d'entreprise ;

b) dans la mesure où une société, conformément à la législation nationale, déroge à un des codes de gouvernement d'entreprise visés au point a) i) ou ii), la société indique les parties de ce code auxquelles elle déroge

78/660/CEE du 25 juillet 1978⁵⁸, qui est considéré comme étant le fondement du principe *comply or explain*⁵⁹. Ce nouvel article 46 bis laisse cependant aux États membres un large choix quant à sa transposition⁶⁰.

5. En France, la Commission des Opérations de Bourse (COB), organisme prédécesseur de l'Autorité des marchés financiers (AMF), préconisait déjà, avant l'adoption de la directive 2006/46/EC, la mise en œuvre de ce principe⁶¹, en particulier s'agissant de l'obligation pour les sociétés de gestion de notifier leurs pratiques concernant les droits de vote⁶². Cependant, la transposition de cette directive a permis de consacrer législativement le principe « se conformer (ou appliquer) ou expliquer » en droit français⁶³.

6. Lors de la transposition, le législateur français a fait le choix de laisser aux sociétés cotées la liberté de choisir si elles souhaitent ou non adhérer à un code de gouvernement d'entreprise de référence. Si leur choix se porte sur la négative, elles doivent le justifier, alors que si elles optent pour l'application d'un code de référence, elles doivent préciser les recommandations auxquelles elles se conforment et apporter une justification s'agissant des recommandations qu'elles choisissent d'écarter.

7. Le principal code de référence en France est le Code AFEP-MEDEF, qui s'adresse aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. Le Code MiddleNext, élaboré en 2009, est également un code de référence en la matière, mais principalement utilisé par les sociétés cotées de plus petite taille⁶⁴. Il est notable que la France

et les raisons de cette dérogation. Si la société a décidé de n'appliquer aucune disposition d'un code de gouvernement d'entreprise visé au point a) i) ou ii), elle en explique les raisons. »

⁵⁸ Quatrième directive 78/660/CEE du Conseil du 25 juillet 1978 fondée sur l'article 54, paragraphe 3, sous g), du traité et concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, JO L 222 du 14 août 1978, pp. 11-31

⁵⁹ M. Belcredi et G. Ferrarini, « The European Corporate Governance Framework: Issues and Perspectives », *ECGI - Law Working Paper* no. 214/2013, mai 2013, disponible sur : <http://ssrn.com/abstract=2264990>.

⁶⁰ B. Fasterling et J.-Ch. Duhamel, « Le comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *Revue internationale de droit économique*, 2009, tome 2, p. 128.

⁶¹ V. COB, *Bull.* n° 375, janv. 2003, p. 35.

⁶² Loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière.

⁶³ Loi n° 2008-649, 3 juill. 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire.

⁶⁴ M. Germain, V. Magnier et M.-A. Noury, « La gouvernance des sociétés cotées », *JCP E* n° 47, 21 nov. 2013, 1638.

et le Royaume-Uni⁶⁵ sont les seuls pays européens à avoir établi un code de gouvernement d'entreprise contenant des dispositions spécifiquement adaptées aux valeurs petites et moyennes⁶⁶.

8. Si les codes ne sont pas impératifs pour les sociétés concernées, le principe *comply or explain* a quant à lui une nature obligatoire leur conférant ainsi une nature hybride. Autrement dit, le principe *comply or explain* consiste dans l'application d'un droit souple avec des éléments de droit dur⁶⁷, ce qui invite notamment à s'interroger sur le contrôle qui peut être effectué, ainsi que sur les sanctions applicables⁶⁸.

9. La question qui se pose est donc notamment de savoir si le principe *comply or explain* permet une gouvernance d'entreprise (plus) efficace et, si ce n'est pas le cas, quels mécanismes devraient être mis en place pour que les sociétés adoptent des meilleurs pratiques pour leur gouvernance.

Afin de répondre à cette question, il convient d'étudier dans un premier temps l'application du principe *comply or explain* par les sociétés cotées en France et au Royaume-Uni (I.), puis dans un second temps les perspectives d'avenir de ce principe (II.).

1. L'application du principe *comply or explain* par les sociétés en France et au Royaume-Uni

⁶⁵ Le code de gouvernement d'entreprise contenant des dispositions spécifiquement adaptées aux valeurs petites et moyennes au Royaume-Uni est le *Corporate Governance Code for Small and Mid-Size Quoted Companies*. Paru une première fois en 2010, il a été substantiellement modifié en 2013.

⁶⁶ Rapport 2016 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées, novembre 2016, p 12.

⁶⁷ V. aussi P. Durand-Barthez, « Le principe « appliquer ou expliquer ». Réflexions sur ses fondements et sa mise en œuvre dans le domaine du gouvernement d'entreprise », *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 2, mars-avril 2016, p. 28.

⁶⁸ J.-B. Pouille, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise, Le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, L'Harmattan, 2011, p. 22.

10. Au Royaume-Uni comme en France, les sociétés cotées sont obligées d'appliquer le principe *comply or explain*. Son application est détaillée dans des codes de bonnes pratiques auxquels les sociétés sont invitées à se conformer (1.1.). Dans la pratique, on observe toutefois dans les deux pays que le principe est mis en œuvre de manière inefficace ou peu satisfaisante, ce qui l'empêche de remplir son objectif qui est de permettre aux marchés et leurs acteurs de s'autoréguler en se basant sur leur évaluation de la gouvernance des sociétés (1.2.).

1.1. Le principe *comply or explain* et ses fondements

11. Le principe *comply or explain* est un instrument de *soft law* faisant appel au *hard law*, ce qui en fait un instrument hybride. La nature hybride du principe tient au fait qu'il s'appuie sur la transparence, ou plus précisément sur l'obligation d'information qui pèse sur les sociétés concernées : elles ont l'obligation d'informer le marché si elles ont ou non respecté les recommandations du code, ces dernières n'étant pas impératives⁶⁹.

12. Le choix du recours à ce principe s'explique par plusieurs avantages. Tout d'abord, il permet aux sociétés d'être flexibles dans leurs choix de gouvernance⁷⁰. Ensuite, cette approche fonctionne par le biais de la transparence des informations divulguées par les sociétés cotées dans leurs rapports annuels, permettant un processus efficient de formation des prix, tout en réduisant les coûts de recherche⁷¹. Enfin, cette approche favorise le dialogue entre une société et ses actionnaires/investisseurs⁷².

⁶⁹ J.-B. Poulle, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise, Le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, L'Harmattan, 2011, p. 96.

⁷⁰ A. Faure-Grimaud, S. Arcot et V. Bruno, « Corporate Governance in the UK : is the Comply-or-Explain Approach Working? » *Discussion Paper N°581, Corporate Governance at LES*, déc. 2005, disponible sur : http://eprints.lse.ac.uk/24673/1/dp581_Corporate_Governance_at_LSE_001.pdf. V. aussi P. Durand-Barthez, « Le principe « appliquer ou expliquer ». Réflexions sur ses fondements et sa mise en œuvre dans le domaine du gouvernement d'entreprise », *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 2, mars-avril 2016, p. 29.

⁷¹ A. Faure-Grimaud, S. Arcot et V. Bruno, « Corporate Governance in the UK : is the Comply-or-Explain Approach Working? », *Discussion Paper N°581, Corporate Governance at LES*, déc. 2005, disponible sur : http://eprints.lse.ac.uk/24673/1/dp581_Corporate_Governance_at_LSE_001.pdf.

⁷² Institut Français des Administrateurs (IFA), « 'Comply or Explain' Guide pratique de mise en œuvre » (avril 2013), disponible sur : <http://www.bba.fr/2013/IFA12-04-13.pdf>.

Plus précisément, le principe *comply or explain* répond à un problème d'asymétrie d'information, inhérent à la relation principal-agent au sein des sociétés, qui renforce le besoin de transparence⁷³.

13. Certaines particularités des marchés financiers britanniques ont en effet motivé la mise en place du principe *comply or explain* au Royaume-Uni. Tout d'abord, le capital des sociétés est plus éclaté et souvent aux mains d'investisseurs professionnels, souvent il n'y a donc pas un actionnaire de référence, ou majoritaire, qui peut exercer de la pression sur les dirigeants de la société. Les investisseurs professionnels ont également le pouvoir et les ressources nécessaires pour contrôler l'information publiée par les sociétés. Enfin, le marché au Royaume-Uni se caractérise par la présence de nombreuses associations professionnelles très présentes qui analysent et relayent les informations émises par les sociétés⁷⁴.

14. Les sociétés cotées doivent publier un rapport dans lequel elles détaillent leurs pratiques de gouvernance d'entreprise. Pour ce faire, les sociétés au Royaume-Uni sont obligées de faire référence à un code de bonne conduite, le *UK Corporate Governance Code* (à la différence des sociétés françaises où la référence à un code de bonne conduite de référence peut être qualifiée de volontaire). Dans leur rapport, elles indiquent les dispositions auxquelles elles ont décidé de se conformer, et les dispositions qu'elles ont décidé d'écarter, en apportant une explication à cet écart, y compris la raison pour laquelle cette méthode de gouvernance n'étant pas adaptée à leur société, et donner avec leur explication la pratique alternative qu'elles mettent en œuvre⁷⁵. Ces explications sont destinées aux actionnaires de la société en question, et plus généralement aux acteurs du marché, leur permettant ainsi d'évaluer si les pratiques de gouvernance mises en place par la société sont satisfaisantes ou non.

15. En effet, une bonne gouvernance dans une société reposant sur une application adéquate du principe *comply or explain* serait, au moins en théorie, corrélée à une meilleure performance de la société. De ce fait, l'évaluation des investisseurs reposera sur le niveau de conformité de la société avec les recommandations d'un code de gouvernement d'entreprise,

⁷³ M. Belcredi et G. Ferrarini, « The European Corporate Governance Framework: Issues and Perspectives » (May 2013). ECGI - *Law Working Paper* No. 214/2013, disponible sur : <http://ssrn.com/abstract=2264990>.

⁷⁴ J.-B. Pouille, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise, Le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, L'Harmattan, 2011, p. 104.

⁷⁵ Ibid. §2

ces recommandations étant considérées comme exemplaires et donc menant à une meilleure gouvernance⁷⁶. La non-conformité pourra être acceptée à condition d'être justifiée par une explication adéquate⁷⁷.

16. Si les actionnaires, et plus largement les investisseurs, ne sont pas convaincus de la pratique d'une gouvernance adéquate par les sociétés dans lesquels ils détiennent des titres, et plus précisément par les explications données par les sociétés en cas d'écart avec des recommandations du code, ils peuvent les céder. Il appartient ensuite aux investisseurs potentiels et leurs conseils de procéder à une évaluation de la situation de la société en s'appuyant sur le rapport rendu par celles-ci en vue de décider s'ils souhaitent ou non y investir.

17. Avec l'autorégulation et le principe *comply or explain*, il revient donc *in fine* aux acteurs du marché d'évaluer les explications émises par les sociétés (et le cas échéant de les sanctionner) concernant leurs pratiques de gouvernance, et non à une institution étatique. Les sociétés sont incitées à se conformer ou donner des explications, et de manière transparente pour que les acteurs du marché puissent avoir une idée réelle de la situation de la société et ainsi y investir ou non. Si la société ne se conforme pas aux dispositions d'un code de bonne conduite et ne donne pas d'explications de cet écart, les investisseurs n'achèteront pas à ses titres, et celle-ci perdra ainsi de sa valeur.

18. Si l'essence du principe *comply or explain* reste la même en France et au Royaume-Uni et passe par la référence à des codes de bonne conduite, son application diffère toutefois sur certains points dans les deux pays.

19. Au Royaume-Uni, l'obligation de *comply or explain* avec le *UK Corporate Governance Code* se trouve dans les *Listing Rules*⁷⁸ publiées par la *Financial Conduct Authority*,

⁷⁶ F. H. Easterbrook et D. R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1996, p. 34.

⁷⁷ A. I. Anand, « Voluntary vs Mandatory Corporate Governance : Towards an Optimal Regulatory framework », in : *American Law & Economics Association Annual Meetings*, 2005, p. 44.

⁷⁸ Financial Conduct Authority, *Listing Rules*, disponibles sur : <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf>.

et plus précisément aux règles 9.8.6, 9.8.7 et 9.8.7A⁷⁹. Il s'agit d'un ensemble de règles appliquées par toutes les sociétés cotées au Royaume-Uni et sous la surveillance de la *United Kingdom Listing Authority*. Ensuite, dans le *UK Corporate Governance Code*, toute une section est réservée à l'explication et l'application concrète du principe *comply or explain*⁸⁰.

20. En France, le principe *comply or explain* se trouve consacré à l'article L. 225-37-4, al. 1, n° 8, du Code de commerce⁸¹. La loi impose aux sociétés, dans le cas où celles-ci choisissent de se référer à un code de gouvernement d'entreprise, d'expliquer dans leur « rapport sur le gouvernement d'entreprise » (art. L. 225-37, al. 6, et art. L. 225-68, al. 6, du Code de commerce)⁸² les dispositions qu'elles ont choisi d'écarter ainsi que la raison pour laquelle elles ont choisi d'écarter ces dispositions. Mais ce principe s'applique aussi dans le cas où la société décide de ne suivre les dispositions d'aucun code de référence : dans ce cas, devront se trouver dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise les raisons pour lesquelles la société n'a choisi d'adhérer à aucun code.

21. Les sociétés françaises ont le choix entre deux codes de référence: le Code AFEP-MEDEF, destiné aux grandes sociétés cotées, et le Code MiddleNext, dont les

⁷⁹ « LR 9.8.6 : 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

(7) a report to the shareholders by the Board which contains the information set out in LR 9.8.8 R ».

⁸⁰ Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*, p. 4, disponible sur : <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf>.

⁸¹ V. Ordonnance n° 2017-1162 du 12 juillet 2017 portant diverses mesures de simplification et de clarification des obligations d'information à la charge des sociétés, JORF n° 0163 du 13 juillet 2017.

⁸² V. aussi A. Couret, « Ordonnance n° 2017-1162 du 12 juillet 2017 portant diverses mesures de simplification et de clarification des obligations d'information à la charge des sociétés », *Rev. sociétés* 2017, p. 535.

recommandations sont orientées vers les besoins des moyennes et petites capitalisations boursières.

Le Code AFEP-MEDEF est composé de recommandations élaborées par l'Association française des entreprises privées (AFEP) et le Mouvement des entreprises de France (MEDEF), deux associations représentant les sociétés/émetteurs.

22. Le principe *comply or explain* est prévu par l'article 27.1 de ce code, concernant les explications pour les sociétés ayant choisi ce code de référence. Elles doivent faire état de l'application des recommandations qu'elles ont choisi d'appliquer et fournir des explications lorsque, au contraire, elles choisissent d'écarter des recommandations. Y est notamment précisée la nature des explications qui doivent être fournies par les sociétés : « *l'explication à fournir lorsqu'une recommandation n'est pas appliquée doit être compréhensible, pertinente et circonstanciée [...]* ».

23. Le Code AFEP-MEDEF a été considérablement modifié lors de sa révision en 2013 avec l'adoption d'une approche plus stricte du principe *comply or explain*, ce qui a été présenté comme une avancée notamment par l'Autorité des marchés financiers⁸³, et la création d'un Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise en charge du suivi de l'application des recommandations par les sociétés cotées. Suite à une nouvelle révision datant de la fin de l'année 2016, le code a été simplifié pour tendre vers des normes de portée plus générale, offrant aux sociétés plus de souplesse dans son application⁸⁴.

24. Le Code MiddleNext quant à lui est apparu en 2009, suite à la constatation que les recommandations du Code AFEP-MEDEF ne correspondaient pas aux besoins des sociétés cotées de taille moyenne. MiddleNext est une association professionnelle indépendante qui représente les valeurs moyennes cotées sur Euronext et Alternext (aujourd'hui Euronext

⁸³ Rapport 2013 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 10 octobre 2013.

⁸⁴ Communiqué de presse, « Révision du code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, Transparence, Responsabilité, Contrôle », 24 novembre 2016, disponibles sur : https://www.afep.com/uploads/medias/documents/Communiq%C3%A9_Afep_Medef_Code_et_HCGE.pdf

Growth). Comme le Code AFEP-MEDEF, ce code est exclusivement composé de recommandations qui s'appliquent sur la base du principe *comply or explain*.

1.2. L'inefficacité de la mise en œuvre du principe dans la pratique

25. La mise en œuvre du principe *comply or explain* dans la pratique est plutôt décevante, et ce dans les deux pays étudiés. Cela est principalement le résultat d'un manque ou d'une insuffisance d'explications pertinentes et « de qualité » données dans les rapports des sociétés, et de certaines failles dans la régulation financière.

26. En effet, et tout d'abord, les explications données par les sociétés en cas de non-conformité avec un code de bonne conduite permettent au marché, au moins en théorie, d'effectuer un contrôle effectif sur les justifications avancées. Logiquement, un contrôle effectif ne peut être effectué si la société ne donne pas d'explication (pertinente et de qualité). Un contrôle ne peut pas non plus être effectué dans le cas où une société déclare s'être conformée aux recommandations du code alors que cette affirmation est inexacte, car il n'y a pas d'explications à vérifier⁸⁵. En effet, une société peut penser être en conformité avec les dispositions du code mais en réalité ne pas l'être, et ainsi ne pas donner de justification à une non-conformité ou à un écart avec une disposition du code⁸⁶.

27. Plusieurs raisons peuvent expliquer la réticence des sociétés à donner des explications adéquates et/ou suffisantes (en termes de pertinence et de qualité) pour justifier leur écart d'une recommandation d'un code de référence.

D'abord, un coût élevé est parfois associé au fait de donner des explications précises. Ensuite, les sociétés craignent de donner trop d'explications qui pourraient peut-être s'avérer

⁸⁵ I. MacNeil and X. Li, « 'Comply or explain': market discipline and non-compliance with the Combined Code », *Corporate Governance International Review*, vol. 14, no. 5, sept. 2006, p.488.

⁸⁶ S. Arcot, V. Bruno et A. Faure-Grimaud, « Corporate governance in the UK: is the comply or explain approach working? » (2010) 30 *Int'l Rev Law Econ* 193, disponible sur : <http://ssrn.com/abstract=1532290>, selon une étude basée sur 245 sociétés sur la période 1998-2004.

inexactes, ce qui pourrait notamment aboutir à des conséquences négatives en termes de réputation et de responsabilité.

Enfin, cela peut aussi s'expliquer par le manque ou l'insuffisance de précisions dans les codes (et les lois) sur ce que les sociétés doivent faire apparaître dans leurs explications⁸⁷. En effet, au Royaume-Uni, une section dans le *UK Corporate Governance Code* est consacrée à l'application du principe *comply or explain*. Celle-ci met en exergue l'idée selon laquelle toutes les dispositions ne peuvent s'appliquer de la même manière à toutes les sociétés concernées, en raison de leurs différences de forme, d'objet, d'organisation, etc. Ces lignes directrices ont principalement vocation à rappeler qu'un écart avec les dispositions du code est parfaitement acceptable tant qu'une justification appropriée est apportée par la société⁸⁸. En France, de manière similaire, le Code AFEP-MEDEF prévoit, dans son § 27.1 portant sur la mise en œuvre du principe *comply or explain* que, « l'explication à fournir lorsqu'une recommandation 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. »

28. Pour répondre aux imprécisions des codes (et lois) quant aux explications à fournir par les sociétés, certains organismes ont formulé des recommandations. Par exemple, pour le *Financial Reporting Council*, un régulateur indépendant pour les rapports d'entreprise et de gouvernance, ces explications doivent contenir un contexte et un historique, une justification convaincante du choix de l'action, une description des mesures pour contrer tout risque supplémentaire et permettre une conformité avec le principe concernant lequel elles ont écarté les recommandations permettant sa mise en œuvre⁸⁹.

⁸⁷ A. Keay, « Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight? » (2014) *Legal studies*, vol. 34, no. 2, p. 290.

⁸⁸ De plus, il y est souligné que les actionnaires et les autres acteurs du marché doivent être conscients du fait que les dispositions du code ne sont pas nécessairement les plus appropriées pour une bonne gouvernance de la société concernée, et que d'autres pratiques de gouvernance peuvent, le cas échéant, être plus adaptées aux besoins de celle-ci.

⁸⁹ Financial Reporting Council, « What Constitutes an Explanation under Comply or Explain? », févr. 2012, disponible sur : <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/What-constitutes-an-explanation-under-comply-or-ex.pdf>.

L'Autorité des marchés financiers émet des recommandations semblables⁹⁰: « *les explications apportées doivent être détaillées et circonstanciées, et non pas relever de formulations générales et "polyvalentes" ou de pétitions de principe* » ; la société doit décrire par quel moyen alternatif elle s'efforce, lorsqu'elle ne respecte pas le code, d'atteindre les objectifs que poursuit la disposition qui a été écartée, et à défaut quand elle pense pouvoir mettre en œuvre les dispositions du code ou les moyens alternatifs de substitution⁹¹.

Au niveau européen, c'est la Commission européenne qui a publié en avril 2014 une recommandation sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise et le principe *comply or explain*; les recommandations sont généralement comparables à celles faites par le *Financial Reporting Council* et l'Autorité des Marchés Financiers⁹².

29. En pratique, les sociétés utilisent toutefois souvent les « boilerplate clauses » ou clauses standards, et la pratique du « box-ticking ».

La première de ces deux pratiques est utilisée au Royaume-Uni, mais également par les sociétés françaises, comme le mettait en avant l'Autorité des marchés financiers dans son rapport de 2013. En effet, celle-ci constatait une certaine « standardisation » des justifications apportées, des explications de plus en plus lacunaires sur les dispositions prises pour assurer l'équilibre des pouvoirs et éviter d'éventuels conflits d'intérêts⁹³. L'utilisation d'expressions génériques, non spécifiques, ne fournissant pas une réelle explication, est un moyen pour les sociétés de se « déresponsabiliser » auprès de leurs actionnaires⁹⁴.

La pratique du « box-ticking » quant à elle consiste pour les sociétés à mécaniquement mettre en œuvre les recommandations du code, juste parce que la conformité conforte les investisseurs et les acteurs du marché, mais sans pour autant que cela n'ait d'effets

⁹⁰ V. Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, p. 24.

⁹¹ P. Durand-Barthez, « Le principe « appliquer ou expliquer ». Réflexions sur ses fondements et sa mise en œuvre dans le domaine du gouvernement d'entreprise », *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 2, mars-avril 2016, p. 30.

⁹² Ibid.

⁹³ Rapport 2013 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, p. 39.

⁹⁴ A. Keay, « Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight? » *Legal studies*, 2014, vol. 34, no. 2, p. 290.

bénéfiques sur la société. La pratique du « box-ticking » peut aussi expliquer la différence dans le pourcentage des sociétés qui déclarent se conformer et celles qui appliquent vraiment les recommandations des codes : les sociétés peuvent être poussées à se conformer, ou du moins dire qu'elles se conforment aux dispositions du code, car elles n'ont pas confiance dans la capacité des acteurs du marché de comprendre leurs raisons pour ne pas se conformer⁹⁵.

30. Ensuite, quant à l'évaluation de la gouvernance d'une société, celle-ci se fait à deux niveaux : les investisseurs décident d'abord de garder leurs titres, ou de s'en séparer ; ensuite, s'ils décident de les vendre sur le marché, il reviendra aux autres acteurs du marché (et notamment aux investisseurs potentiels) d'évaluer la société afin de déterminer s'ils souhaitent en acquérir les titres.

31. Une question qui peut être soulevée à ce propos est de savoir si les (et tous les) investisseurs sont vraiment compétents pour évaluer les pratiques de gouvernance des sociétés. Rappelons ici que les codes de gouvernement d'entreprise sont conçus pour correspondre aux besoins de la majorité des sociétés, se basant sur des études analysant les besoins des sociétés, et l'évolution de ceux-ci. Ainsi, les écarts avec le code devraient correspondre à des situations exceptionnelles⁹⁶.

32. Un investisseur, principal destinataire de l'information, doit donc être en mesure d'évaluer les explications de la société pour déterminer s'il va céder ses titres, et ainsi les céder sur le marché ou non. L'évaluation par les investisseurs soulève toutefois deux problèmes. Le premier est l'incompétence de ceux-ci, ou de certains d'entre eux, à pouvoir prendre une décision éclairée avec les informations mises à leur disposition par les sociétés⁹⁷. Une solution serait la présence d'investisseurs professionnels ayant les connaissances nécessaires en la matière ainsi que la capacité à inciter la direction des sociétés à abandonner ses mauvaises pratiques, en manifestant notamment leur désaccord.

⁹⁵ P. Coombes et S. Chiu-Yin Wong, « Why Codes of Governance Work? », *McKinsey Quarterly*, 2000, no. 2, p. 43.

⁹⁶ Ibid.

⁹⁷ V. aussi P. Durand-Barthez, « Le principe « appliquer ou expliquer ». Réflexions sur ses fondements et sa mise en œuvre dans le domaine du gouvernement d'entreprise », *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 2, mars-avril 2016, p. 30.

33. Le second problème, qui est plus difficile à résoudre, est celui du comportement des « passagers clandestins » que peuvent adopter certains actionnaires, et plus précisément ceux d'entre eux qui détiennent peu de titres et qui se disent que leur participation au vote n'aura aucun effet dans la détermination de savoir si l'explication est adéquate ou non. L'effort du « petit » actionnaire de se rallier à d'autres « petits » pour pouvoir exercer un pouvoir de décision est donc rarement avantageux d'un point de vue économique. Autrement dit, faire des recherches sur la gouvernance, et en particulier l'application des codes de bonne conduite, n'est guère avantageux ou bénéfique pour eux.

34. Les acteurs du marché au sens plus large n'ont pas ce problème. En effet, ceux-ci doivent analyser les informations, voire les vérifier, avant de décider d'investir ou non dans une société. Par contre, le phénomène du passager clandestin est toujours présent à l'échelle du marché : certains investisseurs vont en effet profiter des analyses des autres et souscrire des titres lorsque ces derniers prennent de la valeur⁹⁸.

35. Les acteurs du marché pratiquent aussi le « box-ticking », dans le sens où autant les investisseurs institutionnels, les sociétés de conseil en gouvernance d'entreprise, et les agences de notations vérifient mécaniquement si les sociétés déclarent appliquer les recommandations d'un code de gouvernement d'entreprise. Si elles déclarent ne pas s'y conformer tout en apportant une justification, ceux-ci peuvent parfois assumer qu'un écart, quel qu'il soit, avec le code en est une violation⁹⁹.

36. Aussi, l'annonce d'une conformité n'a pas nécessairement d'impact positif sur la valeur de la société, ce qui sous-entend que les investisseurs (et les autres acteurs du marché) ne sont pas convaincus de deux choses : (i) que la mise en œuvre des dispositions des codes de gouvernement d'entreprise permet une amélioration des résultats du fait de l'impact limité ou du coût associé à ces dispositions, et (ii) que l'annonce de la conformité sera effectivement mise en œuvre par celle-ci¹⁰⁰.

⁹⁸ P. Coombes et S. Chiu-Yin Wong, « Why Codes of Governance Work? », *McKinsey Quarterly*, 2000, no. 2, p. 43.

⁹⁹ M. T. Moore, « 'Whispering Sweet Nothings' : The Limitations of Informal Governance in UK Corporate Governance » (2009), *Journal of Corporate Law Studies*, 9 :1, 95-138, p.103.

¹⁰⁰ A. Pietrancosta, « Enforcement of corporate governance codes: A legal perspective », *RTDF*, 1-2/2011, p. 12.

2. Les mécanismes pour une mise en œuvre efficace du principe *comply or explain*

37. Face à l'inefficacité du principe *comply or explain*, il s'agit de trouver des solutions pour en améliorer la mise en œuvre. Pour cela, des organismes chargés de contrôler l'application des codes ont été instaurés en France et au Royaume-Uni (1.1.). La question peut aussi se poser de mettre en place un organe régulateur de contrôle, qui pourrait même sanctionner les sociétés qui n'appliquent pas correctement ce principe (1.2.).

2.1. La mise en place d'organes de contrôle de l'application du principe *comply or explain*

38. Certains organes nationaux sont en charge de rendre des rapports concernant les pratiques de gouvernance des entreprises. Il s'agit d'une tentative de rendre notamment plus accessibles ces informations, et ainsi de responsabiliser les sociétés concernées. Pour autant, ces rapports n'ont qu'un impact limité si l'organe qui les établit a des pouvoirs limités.

39. Plus précisément, au Royaume-Uni, l'organe de contrôle de la bonne application du principe *comply or explain* est la *Financial Conduct Authority* (FCA). Ainsi, si la non-conformité avec le code est une violation des Listing Rules pouvant mener à des sanctions conformément à la règle 9.8.6¹⁰¹, comme un blâme public, il a été souligné que la *Financial Conduct Authority* n'a jamais poursuivi une société, alors même que plusieurs manquements à des obligations de conformité ont été relevés¹⁰².

40. Un autre organe de régulation a été créé le 1^{er} avril 2004 au Royaume-Uni : le *Financial Reporting Council*. Celui-ci est un organe de régulation indépendant pour les

¹⁰¹ Listing Rules, Release 9.

¹⁰² H. Gregory et R. Simmelkjaer II, « Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its member states », Final Report, European Union – Internal Market directorate General, Weil, Gotshal and Manges LLP, janv. 2002, disponible sur : http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf.

rappports d'entreprise et de gouvernance, qui est en charge de la mise en place, du contrôle et de l'application des normes comptables et d'audit. Sa mission de contrôle a été élargie à la promotion de normes de gouvernance d'entreprise élevées, particulièrement en termes de surveillance¹⁰³.

Pour autant, la mise en œuvre effective et efficace des dispositions et recommandations du code ne fait pas partie des missions du comité en charge de la gouvernance d'entreprise du *Financial Reporting Council*. Par contre, ce dernier peut donner son interprétation des dispositions du code lors d'une consultation¹⁰⁴.

41. En France, c'est l'Autorité des marchés financiers qui, dans le cadre de sa mission d'établir des rapports sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, en application de l'article L. 621-18-3 du Code monétaire et financier, étudie également l'application par les sociétés cotées du principe *comply or explain*. Le rapport porte sur les sociétés qui ont choisi de se conformer à un code de gouvernement d'entreprise ainsi qu'à celles qui ont choisi d'y déroger. Plus précisément, l'Autorité des marchés financiers analyse les documents de référence d'un échantillon de 60 sociétés faisant référence au Code AFEP-MEDEF et, à des intervalles plus espacés, ceux des sociétés adhérant au Code MiddleNext. Dans son rapport 2015, l'Autorité des marchés financiers observait que pour les exercices 2013 et 2014, 100% des sociétés expliquaient les raisons de la non application des dispositions du code de gouvernement d'entreprise qu'elles avaient décidé d'écarter ; elle nuance toutefois son propos en constatant que dans la pratique, ce constat perd de sa véracité¹⁰⁵.

42. Il est aussi notable qu'en France, pour sanctionner les sociétés qui ne mettent pas en œuvre le principe *comply or explain*, l'Autorité des marchés financiers pourrait exercer son pouvoir d'injonction, prévu à l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier. Dans la pratique, l'autorité de marché française préfère toutefois utiliser les sanctions indirectes, et notamment celles qui portent atteinte à la réputation des sociétés. L'Autorité des marchés financiers utilise ainsi dans ses rapports la méthode dite « *name and shame* », qui consiste à exposer publiquement les pratiques d'une société. Si ces pratiques sont mauvaises, sa

¹⁰³ Financial Reporting Council, « UK Corporate Governance Code » (indications), disponible sur : <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Corporate-Governance-Reporting/Corporate-governance/UK-Corporate-Governance-Code.aspx>.

¹⁰⁴ Ibid.

¹⁰⁵ Rapport 2015 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de sociétés cotées, p. 52.

réputation sera ternie par cette publicité, ce qui pourrait avoir des conséquences sur la valeur de ses titres¹⁰⁶. En effet, la pression du marché et la menace d'une atteinte à leur réputation sont souvent des incitations suffisantes à convaincre les dirigeants de mettre leurs pratiques de gouvernance en conformité avec les dispositions d'un code de bonne conduite¹⁰⁷. Ainsi, dans son rapport annuel, l'Autorité des marchés financiers illustre ses observations par des exemples concrets et cite les sociétés concernées.

43. Depuis 2014, soit un an après sa création, un second organisme rend un rapport en France : le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise ; l'échantillon est constitué des 120 plus grosses capitalisations boursières (SBF 120).

Ce comité a été créé dans le but d'assurer le suivi du Code AFEP-MEDEF¹⁰⁸. Selon l'article 25.2 du code, il est en charge « *d'assurer le suivi de l'application des principes posés dans le présent code* » ainsi que « *proposer des mises à jour du code au regard de l'évolution des pratiques* ». Ses rapports annuels comprennent les suites données à des consultations avec des organes d'administration de sociétés, sur des points d'interprétation du code et des remarques faites aux sociétés faisant référence aux codes concernant les explications données par celles-ci ou la présentation des résolutions d'assemblée générale¹⁰⁹. Ce comité peut aussi s'autosaisir pour inciter les entreprises à donner de meilleures justifications en cas d'écart avec un code de gouvernement d'entreprise¹¹⁰.

44. Une partie du rapport établi par le Haut Comité est consacrée à la mise en œuvre du principe *comply or explain* par les sociétés¹¹¹, mais celle-ci est assez succincte. On peut notamment y trouver des extraits de rapports annuels (désormais « rapport sur le

¹⁰⁶ M. Germain, V. Magnier et M.-A. Noury, « La gouvernance des sociétés cotées », *JCP E* n° 47, 21 nov. 2013, 1638.

¹⁰⁷ E. Wymeersch, « The Corporate Governance 'Codes of Conduct' between State and Private Law », *Financial Law Institute Working Paper* No. 2007-07, 1 nov. 2007, p. 17, disponible sur : <https://ssrn.com/abstract=1032596>.

¹⁰⁸ Disponible sur : <http://www.medef.com/medef-tv/actualites/detail/article/2eme-rapport-du-hcge.html>.

¹⁰⁹ Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, Rapport d'activité, oct. 2015, p. 77, disponible sur : http://www.medef.com/fileadmin/www.medef.fr/documents/Gouvernance/rapport_HCGE_final_2015_10.pdf

¹¹⁰ Ibid.

¹¹¹ Pour plus de détails, v. P. Durand-Barthez, « Le principe « appliquer ou expliquer ». Réflexions sur ses fondements et sa mise en œuvre dans le domaine du gouvernement d'entreprise », *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 2, mars-avril 2016, p. 30 et s.

gouvernement d'entreprise ») des sociétés dans lesquels figurent des écarts par rapport aux recommandations du Code AFEP-MEDEF ainsi que les justifications qui en sont données par lesdites sociétés. Selon le rapport 2016 du Haut Comité, dans les sociétés du SBF 120, 93,5% avaient suivi ses indications en 2014 et 94,3% en 2015, et 94,6% des sociétés du CAC 40 les avaient suivies en 2014, et 94,3% en 2015¹¹². Il faut toutefois souligner que parmi les sociétés ayant déclaré s'être totalement conformées aux recommandations du code, certaines ont omis de préciser certains écarts, et que parmi celles ayant expressément écarté certaines recommandations, certaines ne précisent pour autant pas toujours toutes les recommandations qu'elles ont écartées, remettant ainsi en question la véracité des chiffres avancés précédemment.

45. Par ailleurs, dans son Livre vert de 2011 sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne¹¹³ la Commission européenne notait qu' « *il semble qu'il existe des lacunes dans l'application pratique de ce principe, en particulier en ce qui concerne la qualité des explications fournies par les sociétés lorsqu'elles dérogent aux codes de gouvernement d'entreprise* », et elle suggérait qu'une meilleure approche serait de permettre aux organes de contrôle, comme les organismes nationaux de réglementation des valeurs mobilières ou les acteurs du marché, d'effectuer un contrôle sur les explications des sociétés, afin de déterminer si celles-ci sont suffisamment informées et compréhensibles. Au Royaume-Uni, cette proposition a été notamment refusée par le *Department of Business Innovation and Skills*, au motif que les explications ne devraient pas devenir des informations réglementées selon les termes de la directive transparence¹¹⁴. Le *Financial Reporting Council* a aussi publié une réponse à ce Livre vert dans laquelle il arguait que l'objectif du principe *comply or explain* était de permettre aux sociétés de s'autoréguler et de se responsabiliser ; un contrôle de la mise en œuvre par un organe extérieur reviendrait à en renier un de ses piliers essentiels¹¹⁵. Selon le *Financial Reporting Council*, un tel contrôle pourrait aussi mener à une logique de complaisance par la pratique du « box-ticking » par les sociétés.

¹¹² Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, Rapport d'activité, oct. 2016, p. 60, disponible sur : http://www.afep.com/uploads/medias/documents/Rapport_HCGE_2016.pdf

¹¹³ Commission européenne, Livre vert sur *Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne*, 8830/11 COM(2011) 164.

¹¹⁴ Department for Business Innovation & Skills, « UK government response to European Commission Green Paper, The EU corporate governance framework », juill. 2011, disponible sur : http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/public-authorities/uk-government_en.pdf .

¹¹⁵ Financial Reporting Council « Response to the European Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework », 2011, disponible sur : http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/public-authorities/frc_en.pdf.

46. Quoi qu'il en soit, ces différents rapports et leurs apports réels doivent être nuancés. Il a été en effet constaté que les organes de contrôle à l'échelle du marché ont tendance à examiner surtout la disponibilité des informations dans les rapports des sociétés portant sur leur gouvernement d'entreprise, mais qu'ils effectuent rarement une évaluation de la véracité des explications avancées par les sociétés¹¹⁶.

47. Convient-il alors de mettre en place un organe de régulation pouvant également sanctionner les sociétés qui ne se conforment pas au principe *comply or explain* ? Quels sont les avantages et les inconvénients d'une telle approche ?

2.2. Vers une régulation « impérative » pour une gouvernance adéquate ?

48. Le principe *comply or explain* n'étant pas appliqué correctement, la question se pose notamment de savoir si un véritable contrôle effectué par un organe régulateur, comme l'autorité de marché, assorti d'un pouvoir de sanction, serait une bonne voire une meilleure solution pour mettre en œuvre ce principe.

49. La mise en place d'un tel contrôle (et de sanctions) par un régulateur, qui aurait ainsi un contrôle effectif sur les explications données par les sociétés, présente en effet des avantages. Tout d'abord, cela pourrait avoir un effet rassurant pour les investisseurs qui se sentiraient alors plus protégés, et dissuaderait les dirigeants de ne pas donner d'explications ou de donner des explications « standard » ne justifiant pas l'écart avec une recommandation du code de manière pertinente¹¹⁷. De plus, un régulateur serait sans doute mieux armé pour détecter les explications insuffisantes que les investisseurs¹¹⁸ : il aurait les connaissances et

¹¹⁶ RiskMetrics Group, « Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States », 23 sept. 2009, p. 11, disponible sur : http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

¹¹⁷ A. Keay, « Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight? » *Legal studies*, 2014, vol. 34, no. 2, p. 299.

¹¹⁸ Sir D. Walker, « Walker Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities », 26 nov. 2009, disponible sur : http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf.

l'expertise nécessaires, ainsi que le pouvoir de faire exécuter ses décisions. Bref, les sociétés donneraient probablement de meilleures explications à leurs écarts avec le code, surtout si des sanctions significatives étaient prévues en cas de mauvaise application du principe *comply or explain*.

50. Mais des arguments contre un tel contrôle assorti de sanctions existent également. Des règles non-impératives peuvent être aussi effectives que des règles impératives, voire même plus effectives, si l'on considère que la conformité volontaire est meilleure qu'une obéissance forcée¹¹⁹. L'utilisation des mesures de contrôle et des sanctions pourrait aussi nuire au débat avec les investisseurs et à la nature volontaire du code¹²⁰. Par ailleurs, des obligations imposées par un législateur dans le domaine du gouvernement d'entreprise ne seraient probablement pas en mesure de prendre en compte la complexité et la diversité des sociétés modernes, surtout quant elles sont cotées¹²¹.

51. Il y a pour autant des avantages réels à instaurer un contrôle dans ce domaine pour s'assurer que les infrastructures juridiques essentielles sont en place et opèrent de manière efficiente¹²².

Conclusion

52. Le principe *comply or explain* est donc mis en œuvre de manière inefficace en pratique, ce qui empêche une autorégulation du marché dans ce domaine.

¹¹⁹ K. J. Hopt « Comparative Company Law », in : *The Oxford Handbook of Comparative Law*, M. Reimann et R. Zimmerman (eds.), Oxford, 2006, p. 1183.

¹²⁰ P. L. Davies, K. J. Hopt, G. Ferrarini, A. Pietrancosta, R. Skog, S. Soltysinski, J. W. Winter, et E. Wymeersch, « European Company Law Experts' Response to the European Commission's Green Paper 'The EU Corporate Governance Framework' », 22 juillet 2011, disponible sur : <http://ssrn.com/abstract=1912548>.

¹²¹ En ce sens aussi, K. Geens et K. J. Hopt, *The European Company Law Action Plan Revisited : Reassessment of the 2003 Priorities of the European Commission*, Leuven University Press, p. 112, citant M. Littger, « Funktion und Verwendungschancen der neuen Kodizes am Beispiel von Corporate Governance », *Rechtstheorie* 2008, p. 497.

¹²² Ibid.

53. En vue de résoudre ce problème, les organismes compétents nationaux ont décidé de publier chaque année des rapports sur les pratiques de gouvernance des sociétés, se fondant sur leurs rapports publiés annuellement : le *Financial Reporting Council* au Royaume-Uni, ainsi que l'Autorité des marchés financiers et le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise en France. Ces rapports font une synthèse de la situation, donnent des recommandations supplémentaires pour améliorer l'application du principe *comply or explain*. Mais ces rapports ont peu de réel impact, car le principal problème est que les sociétés ne souhaitent souvent pas mettre en œuvre le principe de manière efficace, claire. Quant à la proposition d'instaurer un organe de contrôle et de sanction étatique, elle a été examinée et l'est encore en vue de rendre l'application du principe *comply or explain* plus efficace ; mais elle semble dénaturer le principe *comply or explain* qui vise justement à responsabiliser les dirigeants des entreprises et leurs actionnaires. La seule pratique qui semble donc vraiment inciter les sociétés à appliquer correctement et efficacement le principe est le « *name and shame* » dans les rapports publiés, ayant des conséquences sur la réputation des sociétés visées. Mais si l'Autorité des marchés financiers a recours à cette pratique, elle n'est pas utilisée au Royaume-Uni, où il est régulièrement souligné qu'il revient aux acteurs du marché de réguler le marché et que ceci doit se faire sans intervention extérieure.

54. Un autre problème est certainement que les actionnaires et les autres acteurs du marché sont toujours très attachés à la conformité aux recommandations du code en matière de gouvernance des sociétés. Or, des études ont prouvé que des écarts justifiés avec le code, permettant une gouvernance plus adaptée et circonstanciée, avaient en réalité des retombées positives sur les résultats des sociétés.

55. L'application du principe *comply or explain* est donc difficile en pratique, mais le manque de motivation et d'intérêt réel des sociétés et des acteurs du marché peut se comprendre dans la mesure où une réelle corrélation entre un bon gouvernement d'entreprise et une meilleure performance des sociétés, par l'augmentation de sa valeur, n'a jamais été véritablement prouvée¹²³.

¹²³ E. Wymeersch, « The Corporate Governance 'Codes of Conduct' between State and Private Law », *Financial Law Institute Working Paper* No. 2007-07, 1 nov. 2007, disponible sur : <https://ssrn.com/abstract=1032596>.

Chapitre 5 – L'analyse économique des codes de gouvernance d'entreprise – Une analyse coûts-avantages des codes comme technologie juridique

Sophie Harnay (Université Lorraine, BETA & EconomiX)
Fabienne Llense (Université Paris Nanterre & EconomiX)
Antoine Rebérioux (Université Paris Diderot & LADYSS)

Introduction

Les codes de gouvernance d'entreprise prennent en général la forme d'une liste de « bonnes pratiques » ou de « recommandations » ayant trait à la gouvernance de l'entreprise. La gouvernance d'entreprise (*corporate governance*) se définit comme l'ensemble des règles et pratiques encadrant la prise de décision au sein des grandes sociétés cotées. Pour l'essentiel, elle s'intéresse donc aux relations entre trois parties : les actionnaires, la direction et le conseil d'administration. Les codes de gouvernance rassemblent les principes qui sont considérés comme essentiels à l'obtention d'une bonne gouvernance (comportement, recrutement, missions du conseil d'administration et des dirigeants, caractéristiques des administrateurs...). Ils définissent ainsi les règles et pratiques susceptibles d'assurer une gouvernance de qualité. Cette gouvernance de qualité doit permettre le bon fonctionnement de l'entreprise, c'est-à-dire la gestion de l'entreprise en cohérence avec les responsabilités assumées par l'entreprise (vis-à-vis de qui l'entreprise est responsable) et les objectifs poursuivis par celle-ci (stratégie définie par le conseil d'administration, les actionnaires et le management). Les codes se préoccupent principalement, soit des missions, de la composition et des modalités de fonctionnement des conseils d'administration ou de leurs équivalents, soit de l'interface entre l'entreprise (membres internes) et l'extérieur (actionnaires, autres parties prenantes). Les codes ne spécifient donc pas les résultats ou les performances que devraient atteindre les entreprises bien gouvernées. La plupart des travaux économiques empiriques portant sur la gouvernance d'entreprise se sont néanmoins intéressés aux liens entre qualité de la gouvernance et performances de l'entreprise. Même si la bonne gouvernance peut bien, dans certaines circonstances, être à l'origine de performances économiques plus élevées, ou au moins limiter les risques de mise en accusation d'une entreprise par exemple (limitations des risques juridiques et donc des risques liés à la réputation de l'entreprise), les résultats sur les liens entre qualité de la gouvernance et performances de l'entreprise restent ambigus.

Les objectifs affichés des codes de gouvernance sont néanmoins très clairs. Ils doivent permettre d'améliorer la réputation et les performances des entreprises qui les utilisent, décourageant ainsi les mauvaises pratiques et améliorant par là même la confiance des investisseurs. Cette amélioration de l'image des entreprises et de la confiance qu'elles inspirent doit permettre de faciliter les échanges de titres nationaux en augmentant ainsi la demande¹²⁴. Ces codes doivent permettre de renforcer l'attractivité des places financières des pays qui les utilisent. Ils s'inscrivent donc à la jonction entre intérêts privés des entreprises (dirigeants, investisseurs) et intérêt public (Etat, autres parties prenantes de l'entreprise : salariés, consommateurs, etc.).

Ainsi, ces codes sont le plus souvent produits à l'initiative des acteurs du marché boursier (associations d'investisseurs, place boursière), des associations d'entreprises et/ou d'organismes gouvernementaux, et s'adressent en général aux entreprises cotées en bourse¹²⁵. On constate notamment que la gouvernance d'entreprise est gérée principalement par les codes et ce dans la plupart des pays (Aguilera et Cuervo-Cazurra 2009). Il existe différentes méthodes d'utilisation des codes. L'une combine le code avec une loi et l'autre associe au code un principe d'application non-contraignant. La première s'appuie sur la législation, le principal exemple de cette approche étant la loi Sarbanes-Oxley de 2002 aux Etats-Unis (le code est alors inscrit dans la loi et obligatoire). La seconde est l'approche dite du *comply or explain* (approche plus facultative), plus répandue et donc plus connue puisque la plupart des pays ont opté pour cette dernière (Aguilera et Cuervo-Cazurra 2009). C'est cette approche facultative qui sera donc au centre de notre analyse.

Néanmoins, il existe peu de littérature économique sur les codes de gouvernance d'entreprise, qui constituent quasiment un « angle mort » de l'analyse économique du droit. Le peu de littérature existant est en général descriptif (contenu des codes, émetteurs, quelques études de cas...). L'objectif de la présente contribution est de comprendre pourquoi la gouvernance d'entreprise est principalement gérée par les codes, pourquoi ceux-ci se sont largement imposés comme mode de régulation de la gouvernance d'entreprise, et en quoi ils permettent de produire des règles de gouvernance d'entreprise adaptées à la fois aux problématiques spécifiques de cette gouvernance et aux besoins de régulation en matière de gouvernance d'entreprise. Plus précisément, il s'agit de répondre à une double question :

¹²⁴ Les codes sont en général déclinés par pays même lorsqu'ils s'inspirent directement des principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE.

¹²⁵ Pour certains pays, de tels codes ont vocation à s'appliquer aux entreprises dans une acceptation plus large (parfois jusqu'aux PME).

- Celle de la spécificité des codes en tant qu'instruments normatifs : quelles sont leurs caractéristiques ? Qu'est-ce qui les distingue des technologies juridiques « classiques » (en particulier de la *hard law*, droit législatif).

- Et celle de la spécificité de la gouvernance et de l'adéquation du code comme instrument de régulation de cette dernière.

Notre hypothèse est que l'un des avantages principaux des codes tient précisément à leur caractère adaptable et à leur flexibilité, résultant de leur mode de production particulier, en partie autorégulé ainsi que de leur modalité de mise en œuvre, le principe du « appliquer ou expliquer ». L'originalité méthodologique de la démarche du présent rapport est de combiner des littératures rarement articulées, à savoir l'économie de la gouvernance d'entreprise et l'économie du droit.

Afin de comprendre et de questionner la réussite et la diffusion des codes, nous proposons une analyse coûts-bénéfices de cette technologie juridique, appliquée au champ de la gouvernance d'entreprise. Pour effectuer une analyse coût-avantage, il est nécessaire de disposer d'un point de référence, ici les technologies juridiques alternatives qui pourraient être utilisées dans le champ de la gouvernance d'entreprise. Ces technologies sont diverses. D'une part, il est possible de comparer les codes aux régulations étatiques (*hard law*). D'autre part, il serait également envisageable de les comparer à d'autres instruments, tels que : les normes ISO, les labels et certifications ou encore les autres types de démarche de qualité envisageables au niveau d'une entreprise ou d'un groupe d'entreprises. Nous privilégions ici une comparaison avec le droit dur, dans la mesure où il est également présent dans le domaine de la gouvernance et souvent utilisé en parallèle des codes, selon une logique s'apparentant à de la co-régulation.

Dans un premier temps, nous montrons que le besoin de régulation en matière de gouvernance d'entreprise se heurte à l'absence d'une définition consensuelle de la gouvernance optimale (section 1). Dans ce contexte, les codes de gouvernance peuvent s'analyser comme une technologie juridique performante dont les propriétés permettent la prise en compte de définitions divergentes d'une bonne gouvernance. Dans un deuxième temps, nous étudions donc les coûts et avantages des codes en matière de production de règles de gouvernance. Nous mettons notamment en évidence que les caractéristiques des codes en font une technologie juridique adaptée aux spécificités de la gouvernance d'entreprise (section 2). Dans un troisième temps, on montre que les codes se caractérisent également par une série d'avantages et de coûts en matière de mise en œuvre (*enforcement*) des principes de gouvernance. Cela nous amène alors à tenter d'apprécier l'effectivité des codes comme mode de régulation de la gouvernance d'entreprise (section 3).

1. La définition d'une bonne gouvernance d'entreprise, un sujet controversé ?

Les codes ont pour objectif premier l'homogénéisation (ou la standardisation) des pratiques en matière de gouvernance (sur le fonctionnement du conseil d'administration, la rémunération des dirigeants, les dispositifs de contrôle interne, etc.). Ils répondent ainsi à la demande des investisseurs sur les marchés boursiers et facilitent la comparaison entre les différents biens échangés sur le marché (les titres financiers). Cette standardisation permet aussi de réduire les coûts d'acquisition d'information pour les investisseurs, et donc de réduire les situations d'aléa moral entre porteurs de fonds propres et dirigeants. Ce besoin d'information standardisée requiert une définition univoque et consensuelle de la qualité de la gouvernance. Or cette définition n'existe pas – ce dont témoignent les nombreuses controverses en sciences économiques et de gestion sur les fondements et les pratiques de la gouvernance. On observe plutôt une coexistence de paradigmes concurrents. Cette coexistence explique pour partie la forme particulière des codes de gouvernance, en tant que technologie juridique.

1.1. Un besoin d'information standardisée

La réglementation des marchés financiers dans les pays de l'OCDE suit aujourd'hui encore, dans ses grandes lignes, les principes adoptés aux Etats-Unis dans les années 1930 avec le *Securities Act* de 1933 et le *Securities and Exchange Act* de 1934. En réponse à la crise boursière, ces deux lois consacrent le principe de la communication d'information (*disclosure*), comme facteur de transparence (*cf.* Brown, 2007). La débâcle boursière de la fin des années 1920 est de fait principalement imputée à un manque de transparence des marchés financiers. Obliger les sociétés cotées à communiquer régulièrement une série d'informations aux investisseurs est alors perçu comme le remède approprié. A cette réglementation sur la communication va s'adjoindre un contrôle étroit des transactions effectuées par des parties disposant d'une information privée – i.e. non communiquée au marché (*insider trading*, ou délit d'initiés). Enfin, une agence fédérale de supervision est créée (la *Securities and Exchange Commission*), en charge du contrôle de la communication d'information par les entreprises et des transactions sur les titres. Ce couple *disclosure / insider trading*, adossé à une agence de supervision, va s'imposer, au fil du XXe siècle, comme le modèle privilégié de réglementation des marchés boursiers.

La transparence informationnelle recherchée *via* les exigences de communication va concerner au premier chef les états financiers, en particulier le bilan et le compte de résultat.

Elle va ensuite s'étendre à des éléments qualifiés d'extra-financiers – les sociétés cotées étant de plus en plus invitées à communiquer sur leur stratégie, leur exposition à divers risques ou leurs efforts pour intégrer les externalités sociales et environnementales de leur activité.¹²⁶ Cette extension du périmètre de la *disclosure* entérine simplement le fait que les choix des investisseurs, pour être efficaces, doivent être guidés par l'ensemble des éléments susceptibles d'affecter la performance comptable à long terme et *in fine* la valeur de marché des titres. Si les éléments financiers (la solidité du bilan, la nature des flux de trésorerie, etc.) jouent bien entendu un rôle important, l'extra-financier est de plus en plus perçu comme également fondamental.

La prise en compte croissante de l'extra-financier (*i.e.* de ce qui ne relève pas directement des états financiers) va conduire, à partir du milieu des années 1980, à mettre au-devant des réflexions la question de la gouvernance d'entreprise. Le succès des critères « ESG » (Environnement, Social et Gouvernance d'entreprise) en matière de choix de portefeuilles témoigne de cette montée en puissance de l'extra-financier. Il paraît toutefois de plus en plus évident que la symétrie postulée par la trilogie ESG n'est pas opportune : la capacité des entreprises à intégrer leurs externalités environnementales et sociales dépend dans une certaine mesure de la gouvernance d'entreprise, *i.e.* des rapports qui s'établissent au sein des conseils d'administration et entre administrateurs, dirigeants et actionnaires. La gouvernance d'entreprise serait alors en surplomb par rapport aux deux autres critères, qu'elle impacterait directement. A titre d'exemple, un certain nombre de contributions académiques soulignent que l'équilibre femmes / hommes au sein des conseils n'est pas sans conséquence sur la capacité des entreprises à intégrer l'intérêt de parties prenantes autres que les actionnaires (*cf.* Adams et Funk, 2012). De même, la part d'administrateurs non-exécutifs peut être reliée à l'intensité des efforts réalisés en matière de RSE (*cf. e.g.* Krüger, 2010 ; Jo et Harjoto, 2011). De ces deux exemples, il ressort que la gouvernance d'entreprise n'est pas neutre quant aux efforts des entreprises en matière extra-financière. Ce constat se retrouve également en ce qui concerne la performance financière au sens étroit (telle que défini par la rentabilité financière ou le *return on equity*). Une littérature empirique très vaste, au sein des sciences économiques et de gestion, s'intéresse ainsi aux liens (causaux) entre qualité de la gouvernance et performance financière – cette question est traitée dans la prochaine section, avec l'exemple de la composition du conseil d'administration.

S'il est largement admis, aujourd'hui, que la gouvernance est un déterminant de la performance financière et extra-financière de l'entreprise – justifiant alors qu'elle rentre dans

¹²⁶ On peut ainsi penser au *Management discussion and analysis* aux Etats-Unis ou au Rapport de gestion en France: ces deux documents, obligatoirement communiqués aux investisseurs, informent sur différents éléments qualifiés d'extra-financiers.

le périmètre de la *disclosure* – il est un point moins remarqué, et pourtant essentiel : la qualité de la gouvernance joue également sur la qualité de la *disclosure* elle-même. La préparation et le contrôle des états financiers, s'ils sont partout encadrés par des commissaires aux comptes, repose pour une partie non négligeable sur les membres du conseil d'administration en général, et sur le comité d'audit (interne au conseil d'administration) en particulier. Ainsi, aux Etats-Unis, une majorité des administrateurs doivent signer le rapport annuel, engageant leur responsabilité dans la qualité des éléments communiqués au marché. Cette responsabilité des administrateurs en matière de communication d'information est d'ailleurs régulièrement rappelée par la SEC. En France, l'article L.232 du Code de commerce demande aux administrateurs de certifier les états financiers. En Grande-Bretagne, le *Combined Code on Corporate Governance* de 2014 note clairement: "Non-executive directors should scrutinise the performance of management in meeting agreed goals and objectives and monitor the reporting of performance. They should satisfy themselves on the integrity of financial information and that financial controls and systems of risk management are robust and defensible" (p.9). Le rôle du conseil d'administration, et de ses interactions avec la direction, dans le reportage d'éléments extra-financiers doit être également souligné.

Le fait que la gouvernance d'entreprise soit un déterminant de la qualité de la communication d'informations (pivot de la réglementation en matière boursière) mais également de la performance financière et extra-financière (environnementale et sociale) souligne le rôle clef spécifique de celle-ci dans la performance à long terme des entreprises, dans la confiance accordée par les investisseurs aux sociétés émettrices et dans l'attractivité des différentes places boursières. Elle explique la volonté particulière des acteurs de la finance et des autorités de réglementation d'assurer un certain standard de communication et de transparence en la matière (nonobstant le fait que les acteurs de la gouvernance vont alors être les producteurs essentiels de l'information sur la gouvernance). Les codes de gouvernance vont précisément jouer ce rôle.

Quel que soit le domaine visé, le principe de transparence, pour être efficace, nécessite que l'information communiquée (ici, aux acteurs du marché) soit, le plus possible, homogène. Les inconvénients d'un trop plein d'informations hétérogènes, rendant vains les efforts de synthèse et donc illusoire la comparabilité entre les sociétés émettrices, sont évidents. La question de la standardisation de l'information est donc indissociablement liée à celle de la communication (Leuz et Wysocki, 2016). Cette standardisation est aujourd'hui largement avancée concernant les états financiers, avec l'adoption croissante dans le monde du cadre comptable IFRS. Du point de vue de l'Union européenne, la décision prise en 2003 d'imposer ce cadre comptable aux sociétés cotées sur son territoire fut largement justifiée par l'échec du processus d'harmonisation comptable (entre Etats membres) entamée dans les années 1970. En matière extra-financière, en revanche, la question de la standardisation, si elle reste

centrale, se heurte à de nombreuses difficultés. C'est particulièrement le cas, on va le voir, en matière de gouvernance d'entreprise.

1.2. La pluralité des paradigmes en matière de gouvernance

Implicitement, la standardisation nécessite un cadre normatif accepté ou une définition partagée de la qualité – invitant les acteurs à respecter des normes homogènes. Considérant les trois facteurs ESG, on peut penser que, pour les deux premiers domaines (l'environnement et le social), il existe un accord assez global sur les bonnes pratiques, donc sur la qualité. D'un point de vue économique, la question des externalités environnementales issues de l'activité d'entreprises privées fait relativement peu débat. Dans un modèle standard en équilibre partiel, on peut définir un niveau « optimal » d'externalités (disons de pollution). Ce niveau minimise le coût total de la pollution (c'est-à-dire le dommage infligé aux parties polluées et les coûts de dépollution).¹²⁷ En matière sociale, il existe également un assez large consensus sur le fait que certains modes d'organisation du travail favorisant l'engagement et la participation des salariés sont souhaitables (en termes de productivité et de satisfaction au travail notamment), de même que des pratiques favorisant l'employabilité de la main d'œuvre (par la formation) et minimisant les incidences négatives sur la santé des salariés (lutte contre les accidents du travail, par exemple).

En matière de gouvernance, en revanche, la question de l'hétérogénéité des entreprises et de leur besoin pose problème (Adams, Hermalin et Weisbach, 2010). On peut en effet penser que les règles ou pratiques adoptées par les entreprises, par exemple en matière de composition du conseil d'administration, répondent à des problèmes spécifiques, propres à chaque firme. Vouloir imposer une norme globale (selon la logique du *one size fits all*) entre alors en contradiction avec ces processus d'optimisation locaux. Par ailleurs, et même en admettant l'existence de certains principes généraux permettant d'améliorer la gouvernance de toutes les entreprises, les sciences économiques et de gestion n'offrent pas de conclusions univoques pour déterminer ces principes. On observe plutôt une coexistence de différents paradigmes, porteurs de recommandations divergentes en matière de règles de gouvernance. Deux questions essentielles structurent les débats sur la gouvernance d'entreprise : celle de la responsabilité (*accountability*) de l'entreprise et celle du rôle du conseil d'administration. Sur chacune de ces deux questions, il n'existe pas de consensus dans le champ académique.

¹²⁷ La manière de parvenir à ce niveau est en revanche ouverte (négociations bilatérales entre les parties, normes de pollution, taxe pigouvienne, etc.).

1.2.1. CONTROVERSE 1 : LA RESPONSABILITE DES ENTREPRISES

Concernant la responsabilité de l'entreprise en général, et des sociétés cotées en particulier, deux grands paradigmes s'opposent traditionnellement depuis le premier quart du XXe siècle (Cheffins, 2003). Le premier paradigme considère que l'intérêt des actionnaires doit primer dans la conduite des entreprises – ceux-ci étant considérés soit comme les propriétaires, soit comme les porteurs de risque (créanciers résiduels). Ce modèle est alternativement qualifié de modèle « financier » (Blair, 1995) ou de modèle de la « souveraineté actionnariale » (Aglietta et Rebérioux, 2004 ; Tirole, 2006). Dans ce cadre, une bonne gouvernance est une gouvernance qui s'assure que le conseil d'administration et les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires. Un certain nombre de règles ou dispositifs de gouvernance s'en déduisent. Par exemple, le conseil d'administration doit être réservé aux seuls représentants des porteurs de fonds propres, et la capacité d'intervention des actionnaires (et notamment leurs pouvoirs de nomination et de révocation des administrateurs) doit être garantie le plus largement possible. Ceci peut par exemple impliquer la possibilité pour les actionnaires de révoquer à tout instant, sans résolution préalable (*ad nutum*), les membres du conseil d'administration, ou encore l'extension du champ des décisions devant requérir l'assentiment préalable des actionnaires. Concernant les dirigeants, le modèle actionnarial encourage des formes de rémunérations indicées sur la valeur boursière de la société, par le biais d'options d'achat d'actions (*stock options*) notamment, en ce qu'elles sont censées aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants et fournir ainsi aux seconds les incitations adaptées à agir dans l'intérêt des premiers. En cas d'OPA ou d'OPE hostiles, on cherchera à limiter au maximum la latitude dont disposent les dirigeants et administrateurs de la société cible d'interférer avec le choix des actionnaires, en limitant notamment leur capacité à se défendre (Deakin and Slinger, 1997).

Le second modèle, qualifié de « modèle de la CSR » (*corporate social responsibility*) aux Etats-Unis ou de « modèle partenarial » (*stakeholder*) en Europe, défend une conception plus large de la responsabilité des entreprises. Il revient dans ce cadre au conseil d'administration et aux dirigeants de concilier les intérêts de différentes parties prenantes. Si le périmètre de ces parties ne fait pas consensus, l'intérêt des actionnaires et des salariés est néanmoins toujours mis en avant, parfois celui de l'entreprise comme entité propre. Bien évidemment, la problématique de la gouvernance ne se pose alors pas de la même manière que dans le cadre de la souveraineté actionnariale. Pour l'essentiel, il convient de s'assurer que le conseil d'administration puisse jouer son rôle d'arbitre (entre des intérêts parfois divergents). Ceci peut être obtenu de deux manières : soit en garantissant une certaine autonomie des administrateurs par rapport aux actionnaires, soit en ouvrant le conseil d'administration à des représentants des parties prenantes non-actionnariales. La première voie est notamment

défendue, dans le cas des Etats-Unis, par le modèle de la « production en équipe » (*team production*), mis en avant à la fin des années 1990 par Blair et Stout (1999), et aujourd’hui considéré comme un véritable paradigme en droit des sociétés (Cheffins, 2015). La seconde voie sert de justification à la cogestion (soit la présence de représentants des salariés au conseil d’administration avec droits de vote) – aujourd’hui prévue par le droit des sociétés dans la moitié des Etats membres de l’Union européenne. Les recommandations en matière de gouvernance préconisées dans le cadre du modèle partenarial sont donc largement différentes de celles mises en avant dans le modèle actionnarial.

1.2.2. CONTROVERSE 2 : ROLE ET COMPOSITION DU CONSEIL D’ADMINISTRATION

La seconde question structurante dans le champ de la gouvernance a trait au rôle du conseil d’administration. Dans toutes les juridictions, un double rôle est accordé aux administrateurs : ils sont en charge à la fois du contrôle de la direction (c’est-à-dire de la nomination, révocation et fixation de la rémunération du directeur général) et de la définition de la stratégie de l’entreprise¹²⁸. Traditionnellement, les économistes – et particulièrement les théoriciens de l’agence – se sont focalisés sur le rôle disciplinaire (*monitoring*) du conseil, tandis que la littérature en management insiste plutôt sur le rôle stratégique de celui-ci, en charge de conseiller les directions (*advising*) et de fournir un ensemble de ressources particulières à l’entreprise (une certaine expertise sectorielle, un réseau ou carnet d’adresses, etc.) (Ferreira, 2010). Là encore, les recommandations en termes de composition du conseil d’administration ne sont pas les mêmes selon que l’analyse se concentre sur le rôle disciplinaire ou stratégique des administrateurs.

Dans le premier cas, l’indépendance des administrateurs vis-à-vis de la direction est considérée comme le critère primordial d’une bonne gouvernance. Il s’agit de prévenir au maximum les conflits d’intérêt susceptibles de freiner l’incitation des membres du conseil à sanctionner la direction. En termes économiques, l’indépendance doit permettre une diminution des coûts d’agence, supportés par les administrateurs dans leur activité de supervision des dirigeants. Dans le second cas, l’indépendance des administrateurs n’est au contraire plus le critère décisif : la capacité du conseil à définir ou consolider la stratégie de

¹²⁸ Dans le cas français, l’article L225.35 du Code de commerce indique ainsi : « Le Conseil d’Administration détermine les orientations de l’activité de la société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d’actionnaires et dans la limite de l’objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.. Le Conseil d’Administration procède aux contrôles et vérifications qu’il juge opportuns ». Le Rapport Viénot I (1995), premier code de gouvernance français, note également ce double rôle : « Le Conseil d’Administration définit la stratégie de l’entreprise, contrôle la gestion et veille à la qualité de l’information fournie ».

l'entreprise dépendra davantage de l'expertise de ses membres, de sa diversité (hommes / femmes, diversité d'expérience, etc.) et de la capacité des administrateurs à ouvrir un certain nombre de réseaux à la direction. Dans cette optique, il est même parfaitement possible qu'un administrateur (non-exécutif) dépendant (en d'autres termes un administrateur affilié) apporte davantage à l'entreprise qu'un membre indépendant, sans expertise ni réseau particulier.

Le croisement des deux paradigmes évoqués ci-dessus, quant à la responsabilité des entreprises et au rôle du conseil d'administration, permet de définir des modèles ou approches particuliers du conseil d'administration (cf. tableau ci-dessous).

	<i>Rôle disciplinaire</i>	<i>Rôle stratégique</i>
<i>Modèle actionnarial</i>	modèle de l'agence (A)	Management (B)
<i>Modèle partenarial</i>	?	Approche CSR (C)

L'adoption d'un modèle actionnarial de gouvernance couplé à une insistance sur le rôle disciplinaire du conseil caractérise ce que l'on appelle communément le modèle de l'agence (A). Dans cette optique, le conseil d'administration ne doit être composé que de représentants des actionnaires, le plus possible indépendants de la direction. L'insistance sur le rôle stratégique du conseil, dans un cadre actionnarial toujours, caractérise un large pan de la littérature en management (B). Dans ce cadre, si le conseil doit rester la prérogative des représentants des porteurs de fonds propres, la question de l'indépendance est mise au second plan, au bénéfice de critères d'expertise, de diversité, de réseau. Enfin, un modèle partenarial de gouvernance, couplé à une vision stratégique du conseil (C), conduira généralement à soutenir l'ouverture du conseil à des parties prenantes autres que les actionnaires – dans une optique CSR¹²⁹.

En définitive, les règles et recommandations de gouvernance d'entreprise ne font donc pas consensus, mais dépendent largement du cadre théorique et conceptuel dans lequel elles s'inscrivent et de la représentation de l'entreprise sur laquelle elles se fondent. Par exemple, en matière de conseils d'administration, selon les périodes et les disciplines, une approche particulière tendra à s'imposer – définissant la norme en matière de composition de ces

¹²⁹ Le quatrième cas de figure, correspondant à une combinaison du modèle partenarial avec une optique strictement disciplinaire, reste en l'état virtuel – aucune étude ne s'inscrivant à notre connaissance dans ce cadre.

conseils. Les travaux académiques constituent ici l'une des forces motrices à l'origine des évolutions d'un paradigme vers un autre et des évolutions juridiques et normatives correspondantes en matière de gouvernance. Ils alimentent ainsi les revendications ou affirmations des différentes parties prenantes à la gouvernance (régulateur, association d'actionnaires et d'entreprises, etc.). Le meilleur exemple est sans doute celui de l'indépendance des administrateurs. A partir du milieu des années 1970, le modèle théorique de l'agence prend une importance croissante, devenant le modèle de référence dans les travaux académiques sur la gouvernance. Dans cette optique, on l'a souligné, l'indépendance des administrateurs est le critère central – non sans influence sur les pratiques. L'indépendance constitue dans ce contexte l'une des premières grandes causes de l'activisme actionnarial aux Etats-Unis, à côté de la suppression des dispositifs anti-OPA/OPE. Le *Council of Institutional Investor*, regroupant un grand nombre de fonds de pension publics, se distingue ainsi dès la seconde moitié des années 1980 en réclamant qu'au moins les deux tiers des administrateurs soient indépendants, ainsi que la totalité des membres des comités spéciaux (de rémunération, d'audit et de nomination). Suivant le même mouvement, l'indépendance occupe également une place croissante au cœur des différents codes de bonne gouvernance, publiés depuis le rapport Gilson-Kraakman (1991) aux États-Unis ou le rapport Cadbury (1992) en Grande-Bretagne (en France, les rapports Viénot I et II puis Bouton). Les effets réels de cet accent porté sur l'indépendance sont importants. Ainsi, au milieu des années 2000, les trois quarts des administrateurs des sociétés cotées américaines étaient indépendants (contre 50% en 1990 et 20% dans les années 1960, cf. Gordon, 2007). En France, et pour le SBF120, la proportion d'indépendants, pratiquement nulle dans les années 1980, atteignait 43% en 2006 et 53% en 2014 (nos calculs).

Les études empiriques ont été, depuis trois décennies, nombreuses – notamment pour tester le lien entre indépendance du conseil et performance des sociétés. Les résultats sont globalement peu conclusifs sur l'efficacité de l'indépendance. A la fin des années 1990, Bhagat et Black (1999) terminaient ainsi une revue de littérature consacrée à cette question : “[m]ost studies find little correlation, but a number of recent studies report evidence of a negative correlation between the proportion of independent directors and firm performance – the exact opposite of conventional wisdom.” (p. 942). Les études menées sur une période plus récente n'apportent pas davantage de soutien solide à l'indépendance – comme l'illustrent trois études de référence sur données états-uniennes. Bhagat et Bolton (2008) se sont intéressés à la relation entre pourcentage d'indépendants et performance comptable (rentabilité économique) pour un échantillon de grandes sociétés cotées sur la période 1990-2004. Au niveau méthodologique, ils combinent un estimateur IV avec un système d'équations simultanées, de manière à traiter les problèmes d'endogénéité. Ils trouvent que la part d'indépendants est corrélée de manière significative et négative avec la rentabilité économique. Bhagat and Bolton (2013) ont confirmé ce lien négatif entre indépendance et performance comptable sur la période 1998-2001, mais observent que la relation devient

positive sur la période 2003-2007, post-loi Sarbanes-Oxley (qui renforce le principe d'indépendance). Wintoki *et al.* (2012) ont quant à eux utilisé un estimateur GMM pour tester cette même relation, sur la période 1991-2003. Aucune corrélation conditionnelle significative ne semble apparaître entre la part d'indépendants et la rentabilité économique. Enfin, Nguyen et Nielsen (2010) ont travaillé sur la période 1994-2007, en utilisant le décès brutal (non-anticipé) d'administrateurs indépendants pour identifier le lien causal entre fraction d'indépendants et valeur boursière des sociétés. Leur conclusion est favorable à l'indépendance, le décès non anticipé d'un indépendant conduisant à une dépréciation significative du cours boursier. Dans le cas français, une étude récente (Cavaco *et al.* 2016) fait état d'une relation négative entre la fraction d'administrateurs indépendants et la performance comptable – à la manière de Bhagat et Bolton (2008).

Différents arguments ont été mis en avant pour rendre compte de ces résultats empiriques, souvent en décalage par rapport aux prédictions du modèle agentiel de gouvernance. Jensen, Murphy et Wruck (2004) remarquent par exemple que les administrateurs indépendants sont souvent des directeurs généraux d'autres sociétés. Le problème est alors que ceux-ci peuvent faire preuve, consciemment ou non, d'un esprit de corps : ils seront alors peu enclins à prendre à rebours les dirigeants qu'ils sont censés contrôler (*cf.* R.15, p.55). Une seconde possibilité est que les critères usuels d'indépendance contribuent, par définition, à réduire les connaissances spécifiques sur la firme (*cf. e.g.* Klein, 1998 ; Osterloh et Frey, 2006). Si la fonction de contrôle (*monitoring*) nécessite une telle expertise spécifique, alors des administrateurs indépendants peuvent, paradoxalement, réduire l'effectivité du contrôle exercé sur les directions, de même que sa capacité à donner des conseils stratégiques. Un troisième argument, proche du précédent, souligne le rôle que peuvent jouer les directions en matière de partage d'information. Il s'agit de l'argument du « déficit informationnel » (*informational gap*), mis en avant par Adams et Ferreira (2007) et aujourd'hui communément mobilisé pour souligner les limites de l'indépendance. Le modèle proposé par Adams et Ferreira (2007) étudie, dans un cadre de théorie des jeux, les interactions entre un directeur général et un conseil d'administration jouant un double rôle, à la fois de surveillance et stratégique. Le dirigeant, qui cherche à minimiser la surveillance dont il fait l'objet, détermine la quantité d'information spécifique (à l'entreprise) qu'il communique aux administrateurs. Un arbitrage s'effectue alors : un accroissement de l'information diffusée aux membres du conseil accroît leur capacité à jouer leur rôle stratégique, mais renforce également leur capacité de surveillance. Face à des administrateurs indépendants, spécialisés dans le contrôle, le dirigeant aura intérêt à restreindre les flux d'information. A l'équilibre, les administrateurs indépendants pourront souffrir d'un déficit informationnel, susceptible de réduire leur efficacité globale. La principale conclusion de ce modèle est qu'une trop forte indépendance du conseil peut nuire à son rôle stratégique, avec des conséquences éventuellement négatives en termes de performance. Ce modèle a fait l'objet de différents tests empiriques, corroborant sa validité (Duchin *et al.*, 2010; Faleye *et*

al., 2011). A cette aune, une corrélation négative entre indépendance et performance, telle qu'observée par Bhagat et Bolton (2008) ou Cavaco *et al.* (2016) (*cf. supra*), peut indiquer que les coûts de l'indépendance (en termes de déficit informationnel) sont plus importants que ses bénéfices (diminution des coûts d'agence).

Les controverses multiples sur les effets de l'indépendance des administrateurs mettent en lumière les difficultés des sciences économiques et de gestion à émettre des recommandations claires et univoques en matière de gouvernance d'entreprise. Alors même que l'indépendance a longtemps été perçue comme le critère sinon unique, du moins prépondérant en matière de composition des conseils d'administration, on assiste aujourd'hui à une remise en cause de ce principe, soulignant les problèmes qui lui sont associés et la nécessité de considérer des critères alternatifs. De manière frappante, l'analyse des codes de gouvernance fait apparaître que ceux-ci ont intégré ce changement de paradigme – nous le discutons dans la section suivante.

1.2.3. EVOLUTIONS PARADIGMATIQUE ET CODES DE GOUVERNANCE : UNE ANALYSE DES EXEMPLES BRITANNIQUE ET FRANÇAIS

Cette section analyse l'évolution de deux codes, le *Combined Code* britannique et le Code AFEP-MEDEF français, entre le milieu des années 2000 et le milieu des années 2010. Entre 2005 et 2015, ces codes ont fait tout deux l'objet de cinq révisions successives – un record en Europe (*cf.* AMF, 2016, p.15). Pour l'AMF, une raison essentielle de ces révisions est « le changement du monde des affaires, qui induit l'apparition de nouveaux standards de gouvernement d'entreprise » (p. 16). Si ces changements sont manifestes, avec l'occurrence de la crise financière de 2008, ils concernent également la sphère académique, avec une remise en cause croissante du modèle actionnarial et de la vision agentielle de la gouvernance. L'exercice que nous proposons permet de fait d'apprécier le déplacement s'opérant sur cette période, avec le passage d'un modèle agentiel (de type A) à une vision plus complexe, de type B ou C (voir tableau précédent).

Le Combined Code

Concernant le *Combined Code*, nous mesurons son évolution en comparant la version de 2008 (avant crise) avec la version la plus récente, datée de 2014. Nous nous intéressons plus spécifiquement à deux thèmes ou dimensions « structurants » du code : l'objet de la gouvernance et la composition du conseil d'administration.

Lorsqu'il cherche à définir les finalités ou l'objet de la gouvernance, le Combined Code de 2008 fait explicitement référence à l'intérêt des actionnaires – s'ancrant ainsi pleinement dans le cadre du modèle actionnarial. Le premier paragraphe (p.1) note ainsi : « [G]ood corporate governance should contribute to better company performance by helping a board discharge its duties in the **best interests of shareholders** ». Puis: « Good governance should facilitate efficient, effective and entrepreneurial management that can deliver **shareholder value over the longer term** » (p. 1). Dans la version de 2008, les lignes précédentes ont été remplacées. La tonalité est sensiblement différente, définissant l'objectif de la gouvernance sans référence à l'intérêt des actionnaires : « The purpose of corporate governance is to facilitate effective, entrepreneurial and prudent management that can deliver the **long term success of the company** » (p. 1).

Sur la question de la composition du conseil d'administration, on peut également observer un glissement significatif, et cohérent avec le mouvement précédent – à savoir une prise de distance avec une focalisation excessive sur l'indépendance des administrateurs. Pour s'en rendre compte, il convient de noter que le *Combined Code* est structuré en deux niveaux hiérarchiques : sur un sujet donné sont d'abord énoncés les *main principles* (grands principes), puis les *supporting principles* (dispositions) qui mettent en œuvre les premiers et leur sont subordonnées. Sur la composition du conseil, donc, le Code de 2004 pose comme grand principe : « The board should include a balance of executive and non-executive directors (and in particular independent non-executive directors) » (p. 7). Une référence est ensuite faite à « the balance of skills and experience », mais seulement dans les dispositions (*Supporting Principle*, p. 7). La version de 2014 ne reproduit pas cette hiérarchie. Au contraire, les différentes qualités d'un administrateur sont mises sur le même plan, avec un main principe qui s'énonce de la manière suivante : « 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 » (p. 10). L'indépendance n'est plus qu'une qualité parmi d'autres, au côté de l'expertise, de l'expérience et des compétences. Cette approche est réaffirmée quelques pages plus loin, dans l'énoncé du *main principle* en matière d'évaluation de la composition des conseils : « Evaluation of the board should consider the balance of skills, experience, independence and knowledge of the company on the board, its diversity, including gender, how the board works together as a unit, and other factors relevant to its effectiveness. » (p. 14).

Le Code AFEP-MEDEF

De manière générale, si le code français a fait lui aussi l'objet de nombreuses révisions, les modifications sont, sur le fond, très modestes – en tout cas plus modestes que le code britannique. Les éditions successives se ressemblent beaucoup – le fait que le document soit

produit par les entreprises elles-mêmes, cas unique en Europe (AMF, 2016, pp.121-14), étant peut-être une explication. S'agissant de l'objet de la gouvernance, les quatre dernières éditions du code (2008, 2010, 2013 et 2015) sont quasiment identiques, en faisant systématiquement référence à « l'intérêt social de l'entreprise ». Le concept est délibérément flou. Il ne fait pas explicitement référence à l'intérêt des actionnaires : le modèle de la souveraineté actionnariale n'est ainsi pas directement endossé, conformément à un capitalisme que l'on se représente souvent comme plus ouvert aux parties prenantes que les capitalismes britannique ou nord-américain.¹³⁰ L'« intérêt social », toutefois, peut aisément être interprété, d'un point de vue juridique, comme représentant l'intérêt des actionnaires – même si certains spécialistes rejettent cette interprétation (Paillusseau, 1999). On notera néanmoins que l'adjonction du terme « entreprise » – qui n'existe pas en droit, et dépasse la frontière ou le cadre de la société comme personne morale – fait pencher vers une interprétation large du concept d'intérêt social, dépassant les frontières de la société et de ses actionnaires.

Concernant la composition du conseil d'administration, il est en revanche possible de diagnostiquer un changement (de paradigme) similaire à celui observé en Grande-Bretagne : alors que la version de 2008 est principalement centrée sur la notion d'indépendance, on voit émerger, à partir de 2010, la thématique de la diversité (des compétences, hommes/femmes et de nationalité). Le paragraphe 6.3 de l'édition de 2008 traite de la composition dans les termes suivants : « Chaque conseil doit s'interroger sur l'équilibre souhaitable de sa composition et de celle des comités qu'il constitue en son sein, en prenant des dispositions propres à garantir aux actionnaires et au marché que ses missions sont accomplies avec **l'indépendance** et l'objectivité nécessaires » (p. 11). En 2010 (la formulation est la même en 2013), la diversité fait son apparition, dans ce même paragraphe 6.3 : « *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 6 ans* » (p. 11). L'édition de 2015, enfin, ajoute une nouvelle source de diversité, en termes de nationalité : « 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 des femmes et des hommes, **les nationalités** et la diversité des

¹³⁰ Ceci est par exemple mis en avant dans le premier code de gouvernance publié en France, en 1995 (dit rapport Viénot I) : « Dans les pays anglo-saxons, l'accent est principalement mis sur l'objectif de maximisation rapide de la valeur de l'action, alors que, sur le continent européen et en particulier en France, il est plutôt mis sur l'intérêt social de l'entreprise » (p. 8).

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 » (p. 9).

1.3. L'inadéquation des technologies juridiques traditionnelles en présence de définitions concurrentes des bonnes pratiques de gouvernance

A ce stade, deux caractéristiques de la gouvernance d'entreprise semblent émerger. Premièrement, l'absence de consensus théorique ou empirique sur une définition univoque de la « bonne gouvernance » et la coexistence de modèles et représentations de l'entreprise concurrents alimentent des recommandations normatives divergentes, sans que les sciences économiques et de gestion ne soient en mesure de les départager. Deuxièmement, les besoins hétérogènes des firmes en matière de gouvernance constituent un obstacle à la production et la mise en œuvre de règles uniformes s'appliquant à l'ensemble des entreprises indifféremment.

Ainsi, les règles de gouvernance semblent devoir satisfaire deux contraintes :

- D'une part, elles doivent pouvoir prendre en compte les évolutions des paradigmes de gouvernance dans le temps, quelle qu'en soit l'origine (avancées scientifiques théoriques et empiriques, changement de l'environnement économique, financier et social des firmes, idéologiques, évolution des pratiques...);
- D'autre part, elles doivent également être suffisamment souples et englobantes pour répondre à la demande juridique de firmes hétérogènes.

Dès lors, les règles de gouvernance semblent devoir se caractériser avant tout par leur adaptabilité et leur souplesse. Or les technologies juridiques traditionnelles (droit législatif, réglementations étatiques, normes produites et mises en œuvre par des autorités publiques ...) semblent en large part inadaptées au domaine de la gouvernance d'entreprise, pour plusieurs raisons dont certaines sont mises en avant par l'analyse économique du droit.

- D'une part, elles sont uniformément contraignantes, suivant en cela à la logique kelsenienne de la caractérisation du droit par la contrainte. Si elles peuvent certes prévoir des aménagements et dérogations par rapport à la norme, y introduire des cas particuliers et des exemptions, le texte juridique s'impose de manière générale à l'ensemble des agents de manière uniforme. De ce fait, les technologies juridiques classiques semblent échouer à prendre en compte les besoins différenciés des firmes dans le domaine spécifique de la gouvernance d'entreprise.

- D'autre part, elles sont le plus souvent considérées comme insuffisamment flexibles et adaptables au regard des besoins des firmes. En particulier, une idée généralement admise en économie du droit est que les évolutions du droit produit par les autorités publiques sont coûteuses et longues, en raison notamment du coût élevé de la production de droit par les autorités législatives et réglementaires (Cooter, 1996 ; Rubin, 1982). De ce fait, dans un contexte de gouvernance où les besoins des entreprises évoluent de façon rapide (*cf. supra*), la production et la mise en œuvre de règles de gouvernance adaptées, suivant les évolutions paradigmatiques de la gouvernance d'entreprise, serait difficile et coûteuse à mettre en œuvre pour les autorités publiques.

Ainsi, les difficultés du droit traditionnel à rendre compte des ambivalences théoriques et empiriques des sciences économiques et de gestion dans la définition de la qualité de la gouvernance et l'hétérogénéité des besoins des firmes, couplées à la demande d'information standardisée des opérateurs économiques, amènent à réfléchir à des formes juridiques alternatives capables de prendre en compte les spécificités de la gouvernance d'entreprise. Les codes de gouvernance d'entreprise, s'ils sont eux-mêmes hétérogènes, possèdent ainsi certaines caractéristiques qui en font un outil réglementaire adapté – au moins en partie – au champ de la gouvernance. Dans les sections suivantes, nous construisons une analyse coûts – avantages des codes de gouvernance, afin de mettre en évidence leurs avantages et inconvénients dans les processus de production et de mise en œuvre des principes de « bonne gouvernance ».

2. Coûts et avantages des codes en matière de production de règles de gouvernance – quels effets de l'implication des agents privés dans le processus de production des codes ?

Le mode de production des codes de gouvernance se caractérise assez largement par la participation et l'implication des agents régulés au processus de production, suivant une logique d'autorégulation ou de co-régulation des règles de gouvernance. Ce mode de production spécifique se caractérise par plusieurs avantages, contrebalancés par des inconvénients. Premièrement, parce qu'ils associent les agents utilisateurs des règles de gouvernance à leur processus de production, les codes réduisent les asymétries informationnelles entre régulateur et agents réglementés, favorisant de ce fait la production de règles efficaces, mais aussi la capture de la régulation par des intérêts particuliers (2.1). Deuxièmement, les modes de production des codes favorisent une certaine flexibilité et adaptabilité aux besoins des utilisateurs, mais au prix d'une relative instabilité juridique (2.2).

Troisièmement, les codes peuvent s'interpréter économiquement comme des biens collectifs, en raison de leurs propriétés de non-rivalité et de non-exclusion. Leur mode de production, en ce qu'il implique des agents privés, s'apparente de ce fait à la production privée d'un bien collectif, dont l'économie publique montre qu'elle est le plus souvent inefficace. Il en découle qu'une intervention publique peut être nécessaire pour assurer la production efficace de règles de gouvernance, conjointement avec les agents privés (2.3).

2.1. Asymétries informationnelles et coûts de production de la règle vs capture de la régulation

2.1.1. LES AVANTAGES INFORMATIONNELS DE L'IMPLICATION DES AGENTS PRIVÉS DANS LE PROCESSUS DE PRODUCTION DES CODES

De nombreux codes émanent, au moins en partie, de la réflexion d'acteurs privés, directement concernés par les règles qui vont être définies. Ils peuvent ainsi être émis par les autorités et organisations professionnelles ou les autorités de marchés, les places boursières, des associations d'investisseurs, des associations d'entreprises, ou encore divers praticiens. Parallèlement, ils peuvent aussi être produits par des autorités publiques, telles que des agences de supervision, des autorités académiques, ou encore des comités hybrides associant agents privés et publics.

En France, le code de référence est le Code AFEP-MEDEF. Il émane de l'Association Française des Entreprises Privées. Dans son préambule de juin 2013, le code précise ainsi que « [C]et ensemble de recommandations a été élaboré par des groupes de travail de l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et du Mouvement des Entreprises de France (MEDEF). Il s'agit d'une initiative des entreprises elles-mêmes soucieuses de préciser certains principes de bon fonctionnement et de transparence propres à améliorer leur gestion et à répondre à la demande des investisseurs et du public. Cette nouvelle version a 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*). Cet ensemble de recommandations, qui constitue le Code AFEP-MEDEF, peut être désigné par les sociétés cotées comme étant leur code de référence en application des articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce ». Si le Code AFEP-MEDEF est le code le plus connu pour la France, un autre code, également utilisé, est celui de l'AFG (Association Française de Gestion Financière), émis en janvier 2011 dans la lignée du code Hellebuyck de 1997, dont il est la 9^{ème} version, et proposant une série de « recommandations sur le gouvernement d'entreprise » dans l'objectif de guider les membres de l'association dans l'exercice de leurs droits de vote. Parallèlement, il existe aussi un code de gouvernement

d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites, datant de 2009 et émis par Middledenext¹³¹, en complément d'autres codes, notamment du Code AFEP-MEDEF, dont certaines recommandations ne sont pas nécessairement adaptées à la gouvernance des entreprises moyennes cotées.

De façon analogue, dans de nombreux autres pays, le mode de production des codes associe étroitement les firmes et les autres utilisateurs privés des codes à leur processus de production.¹³² Lorsque la production des règles est entièrement déléguée aux agents privés, la situation s'apparente donc à une production autorégulée des règles de gouvernance. Lorsqu'elle associe différents types d'acteurs (privés, publics...), elle s'interprète comme une forme de co-régulation. Dans les deux cas, les utilisateurs de la règle sont impliqués dans le processus de production normative.

Le tableau suivant résume l'information quant à la nature des parties impliquées dans la rédaction des codes pour quelques pays européens¹³³:

	Utilisateurs (bourse ou entreprise de marché, association d'investisseurs, etc.)	Emetteurs (i.e. les entreprises, qui sont les régulées)	Autres (et notamment puissance publique)
Allemagne	x	x	x
Belgique	x	x	x
Espagne			x
France		x	
Finlande	x	x	
Italie	x	x	
Luxembourg	x	x	
Pays-Bas	x	x	x
RU			x
Suède	x		x

¹³¹ Middledenext est l'association professionnelle française indépendante exclusivement représentative des valeurs moyennes cotées. Créée en 1987, Middledenext fédère et représente exclusivement des sociétés cotées sur Euronext et Alternext, tous secteurs d'activités confondus. L'organisation est financée et gérée par des dirigeants de valeurs moyennes et se donne notamment pour objectifs de représenter les intérêts des valeurs moyennes auprès des autorités boursières, des pouvoirs publics et des instances européennes, de promouvoir les entreprises cotées qu'elles regroupent auprès des investisseurs institutionnels, individuels, des médias et du grand public.

¹³² La présentation des codes de gouvernance réalisée dans la première contribution de ce rapport détaille la nature des agents associés au processus de production des codes.

¹³³ Voir *Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans 10 pays européens*, AMF, 30 mars 2016.

La co-régulation, associant les entreprises et l'Etat ou les investisseurs est largement majoritaire (7 pays sur 10). Néanmoins, quatre pays (la France, l'Italie, le Luxembourg et la Finlande) se caractérisent par l'absence d'intervention publique. La France se singularise par une autorégulation pure, au sens où les associations d'entreprises sont seules en charge de la rédaction des codes, les associations d'investisseurs n'étant pas co-émettrices des codes. Enfin, certains pays, comme l'Italie et le Royaume-Uni, confient au contraire la rédaction de leurs codes à la puissance publique uniquement.

L'association des utilisateurs des codes à leur production rend possible la prise en compte de l'environnement sociopolitique et économique dans lequel les entreprises évoluent, qu'un bon code est censé refléter (Okike, 2007 ; Reaz et Hossain, 2007). Du point de vue de l'analyse économique, l'implication des agents régulés dans le processus de production réglementaire permet ainsi de diminuer les asymétries informationnelles entre le régulateur et les régulés. Ces derniers sont en effet traditionnellement considérés avoir une information plus fine et plus précise qu'une autorité de régulation externe sur les conditions de leur activité, l'environnement économique et social, ou encore leurs propres besoins en matière de régulation. La nouvelle économie publique de la réglementation met ainsi en évidence l'inefficacité de certaines régulations hétéronomes, en raison de l'existence d'asymétries d'information entre régulateur et réglementés (Laffont et Tirole, 1993). Dans ce cadre, parce que les agents réglementés (le plus souvent, des entreprises) possèdent des informations privées qu'elles n'ont pas intérêt à révéler à l'autorité de réglementation, il existe un risque que la réglementation produite et mise en œuvre par cette dernière soit inefficace. La littérature économique s'attache alors à définir des mécanismes incitatifs destinés à garantir l'obtention d'une situation de second rang, dans laquelle les agents réglementés ont un intérêt à dire la vérité. La mise en place d'une telle solution peut néanmoins être coûteuse, en raison des coûts d'information et d'incitation.

A l'inverse, en situation autorégulée, le régulateur – qui est donc aussi l'un des principaux utilisateurs de la règle – dispose de toutes les informations et connaissances ayant trait à l'activité concernée (ici, la gouvernance des entreprises cotées). Les coûts d'information sont donc réduits ainsi que, par suite, ceux de production des règles, en comparaison de la situation où la règle est produite par une autorité externe : même s'il demeure coûteux de se réunir, de discuter, de négocier puis de faire la synthèse et l'élaboration du code (coûts directs incompressibles), le code requiert en effet des coûts d'acquisition de l'information moindres pour les associations professionnelles en charge de sa rédaction. De la même façon, quoiqu'éventuellement dans une moindre mesure, le partage d'information entre agents privés et publics induit par la situation de co-régulation conduit également à une baisse du coût de production de la règle. Par ailleurs, parce que les codes correspondent à une forme de droit négocié induisant davantage d'échanges et de discussion entre les acteurs privés

concernés que le droit « dur » (*hard law*), ils constituent pour les acteurs un moyen de mieux se connaître et d'échanger sur les bonnes pratiques. Ces échanges d'informations réduisent alors le coût d'obtention d'un consensus et les améliorations exigées sont donc définies à travers des pratiques de partage d'information, qui sont elles-mêmes productrices de valeur (Fasterling 2012). Le partage d'information est alors d'autant plus riche que le mode d'établissement des pratiques vertueuses est décentralisé, permettant à un plus grand nombre d'acteurs concernés de participer¹³⁴.

Ainsi, du point de vue de la qualité de la régulation, la production des règles de gouvernance par leurs utilisateurs permet de tirer parti de leur expertise et de leur information supérieure, à moindre coût par rapport à une autorité de régulation extérieure (Ogus, 1995). Dans ce cadre, on peut donc penser qu'il est efficace du point de vue des autorités publiques de déléguer la mission de production de la régulation aux agents les mieux informés (Gehrig et Jost, 1995 ; Ogus, 2000). Théoriquement, cette déléation s'analyse alors comme une situation dans laquelle un principal (les pouvoirs publics ou la société) délègue à un superviseur (l'organisation professionnelle) la mission de produire les règles de gouvernance qui s'appliqueront à ses membres (Laffont et Tirole, 1993).

Dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, l'hétérogénéité des besoins des agents économiques en matière de gouvernance (*cf.* section 1), fonction notamment de l'environnement local et / ou des spécificités des entreprises, peut justifier de leur confier la production des règles de gouvernance, compte tenu du coût potentiellement élevé pour un régulateur externe d'appréhender la diversité des entreprises et de leurs besoins juridiques. De la même façon, l'absence de consensus scientifique sur la définition de la qualité de la gouvernance (*cf.* section 1) constitue également un argument en faveur de la déléation de la mission de rédaction des codes aux parties prenantes : compte tenu des controverses théoriques et empiriques sur la définition de la « bonne gouvernance », une solution peut en effet consister à confier aux utilisateurs des codes le soin de choisir eux-mêmes les règles optimales de leur point de vue. Dans les faits, un certain nombre de pays ont ainsi fait le choix d'une « auto-régulation déléguée » (Ogus, 1999).

¹³⁴ A titre d'exemple, on peut noter que le code français de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites émis par Middlenext (2009) souligne, dans son éditorial de présentation, avoir associé à sa démarche « les avis et les expériences de nombreux experts de la gouvernance des entreprises moyennes : dirigeants, investisseurs, juristes, auditeurs, administrateurs, régulateurs publics, etc. », constituant autant de « compétences complémentaires » (p. 1).

2.1.2. LES INCONVENIENTS DE L'IMPLICATION DES AGENTS PRIVÉS DANS LE PROCESSUS DE PRODUCTION DES CODES : CAPTURE INFORMATIONNELLE ET RÉGULATOIRE

La production privée et décentralisée de codes de gouvernance comporte également plusieurs inconvénients, également soulignés par l'analyse économique.

Ainsi, le code, lorsqu'il est produit ou co-produit par ses utilisateurs, est soumis aux mêmes critiques que les autres formes d'autorégulation. En particulier, il est susceptible de permettre aux entreprises d'orienter la régulation dans un sens favorable à leurs intérêts, au détriment éventuel de la société ou des parties prenantes. La théorie économique de la réglementation associe ainsi l'autorégulation à un risque élevé de capture de la régulation par des intérêts particuliers. Précisément, la théorie économique de la capture analyse à l'origine le phénomène de capture sur le marché politique (Stigler et Friedland, 1962 ; Stigler, 1971 ; Peltzman, 1976 ; Posner, 1974). Selon cette analyse, les autorités de réglementation (offreuses de réglementation) sont supposées poursuivre leur intérêt personnel, différent de l'intérêt social, et pouvant prendre par exemple la forme de postes dans les secteurs qu'elles ont la charge de réglementer. En l'échange de telles prébendes, elles peuvent être incitées à produire des réglementations favorables à des intérêts privés (grands groupes, secteurs d'activités particuliers, etc.). La réglementation s'interprète alors économiquement comme un échange entre secteurs régulés et autorités de réglementation.

Dans ce cadre analytique, l'autorégulation favorise alors évidemment la capture de la réglementation : dès lors que les autorités de réglementation sont issues du groupe régulé, on peut craindre qu'elles ne favorisent la production d'un droit d'intérêts particuliers orienté vers la demande partisane du groupe ou des milieux dont elles sont issues. Quelques études portant sur les codes éthiques des firmes – à travers lesquels les firmes fournissent des lignes directrices en matière de comportement à leurs employés et s'engagent vis-à-vis de leurs actionnaires – montrent ainsi que le contenu de ces codes reflète en partie les intérêts des principaux secteurs d'activité. Beneish et Chatov (1992) montrent par exemple empiriquement que le choix du contenu d'un code par les managers est influencé par l'environnement économique de la firme (comprenant notamment l'*output* de la firme, les marchés de facteurs et de capitaux sur lesquels elle intervient, et un « marché intangible où sont représentés les intérêts des différents groupes sociaux en relation avec l'activité de la firme », note 3 p. 5).¹³⁵ Dans un contexte autorégulé, il n'existe en effet aucune raison pour

¹³⁵ Sur ces codes éthiques, ces auteurs trouvent également que leur contenu est guidé par le choix rationnel d'éviter le coût espéré d'actions en justice ou régulateurs à l'encontre de la firme, dépendant notamment de sa visibilité (nombre d'employés, publicité, intensité capitaliste...).

que les agents impliqués dans le processus d'autorégulation ne fixent pas, rationnellement, les règles les moins coûteuses à respecter pour eux sous une contrainte d'« outrage minimal » (Bebchuck et Fried, 2004). En définitive, on ne peut en toute rigueur exclure que les codes de gouvernance d'entreprise ne reflètent parfois les intérêts de leurs producteurs au détriment des intérêts concurrents, en particulier lorsque les agents privés participent à leur rédaction.

Remarquons cependant que la production des codes par hétérorégulation ne constitue pas une garantie de leur qualité. D'une part, on l'a vu, les autorités de régulation externes souffrent d'une asymétrie d'information susceptible d'engendrer la production de règles inefficaces. D'autre part, les analyses économiques des choix publics (*public choice*) et de la recherche de rente (*rent seeking*) ont largement mis en évidence, dès les années 1960, la sensibilité des décideurs publics en charge de la production de droit à d'éventuelles pressions exercées par des groupes d'intérêt particuliers. Le droit produit par les décideurs publics ne saurait donc être associé sans nuance à la maximisation du bien-être collectif, tandis que l'autorégulation serait associée à un droit d'intérêts particuliers. Au contraire, la théorie de la capture a été initialement développée dans le contexte d'une production de droit hétérorégulée. Si l'autorégulation reste le plus souvent vue comme un moyen d'obtenir des règles favorables moins coûteux que le lobbying exercé vis-à-vis d'une autorité de régulation externe (les coûts de persuasion et de marchandages sont certainement moins importants), aucun élément théorique ou empirique ne permet cependant de comparer le niveau relatif des coûts nécessaires pour décourager la capture du régulateur par des intérêts privés dans les deux cas de figure, ni de conclure de manière définitive à l'efficacité supérieure d'un mode de production réglementaire (autorégulé ou hétérorégulé) sur un autre. En matière de règles de gouvernance d'entreprise, les différents modes réglementaires coexistent par conséquent.

Par ailleurs, la participation des agents privés à la production des codes pose d'autres problèmes. Elle laisse ainsi le plus souvent de côté les entreprises les plus petites et les investisseurs les moins influents, et comporte de ce fait le risque de négliger certaines parties prenantes. La capture réglementaire des codes est alors susceptible de se faire exclusivement au profit non pas de l'ensemble du groupe des agents privés – par exemple des entreprises de manière générale – mais au profit uniquement de certains d'entre eux. Certains codes ont ainsi émergé pour remédier à cet état de fait. Par exemple, en France, le code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites, émis par Middlednext en décembre 2009, se donne comme objectif d'adapter les principes de gouvernance à la spécificité des entreprises moyennes cotées et d'offrir « une alternative pour les valeurs

moyennes et petites, certaines recommandations du Code AFEP-MEDEF n'étant pas complètement adaptées à ces sociétés » (Préambule, p. 3)¹³⁶.

2.2. L'adaptabilité des codes : flexibilité vs insécurité juridique

2.2.1. LES AVANTAGES DE LA FLEXIBILITE JURIDIQUE

Au regard des spécificités de la gouvernance mentionnées dans la section précédente, la flexibilité des codes et leur adaptabilité aux besoins hétérogènes de leurs utilisateurs apparaît fondamentale. Or la participation des agents privés à la production des codes, sous des formes variées, semble précisément favoriser ces deux propriétés – flexibilité et adaptabilité.

Lorsque les agents privés utilisateurs des codes de gouvernance sont associés à leur production, en situation auto- ou co-réglée, les règles produites sont davantage à même de satisfaire la demande des utilisateurs / consommateurs de règles que dans une situation de droit hétéronome. En effet, consommant eux-mêmes les régulations qu'ils contribuent à produire, les agents sont à la fois en mesure de et incités à produire un droit adapté à leurs besoins des agents. Ils sont en outre capables de réagir rapidement à l'évolution de ces besoins juridiques, dans un environnement changeant. Le code apparaît dans ce contexte facilement amendable, compte tenu de l'identité commune de ses producteurs et de ses utilisateurs. Ainsi, il est possible d'en faire circuler des versions préliminaires (des *drafts*) et d'en discuter le contenu au sein de la communauté concernée avec plus de facilité que pour les textes législatifs, pour lesquels le processus de production est non seulement plus lourd, mais également plus rigoureusement fixé, freinant en cela la capacité de réaction des législateurs à l'apparition de circonstances nouvelles. En ce sens, les codes permettraient d'appréhender des phénomènes émergents (évolutions économiques, sociétales...) que des technologies juridiques plus « traditionnelles » échouent à cerner efficacement et/ou rapidement. La participation des utilisateurs des codes à leur production assurerait ainsi non seulement la prise en compte étroite de leurs besoins, mais aussi une forte réactivité à l'évolution de ceux-ci. (Miller, 1985)¹³⁷.

¹³⁶ L'éditorial du code note ainsi que « [L]a rémunération des dirigeants ou le contrôle par des comités sont, par exemple, des sujets secondaires lorsque le dirigeant est un actionnaire important sinon l'actionnaire principal. En revanche, ces entreprises sont davantage sensibles aux problèmes que peuvent poser la solitude du dirigeant ou la protection des actionnaires minoritaires ».

¹³⁷ Miller souligne en outre que le coût des adaptations juridiques est supporté par le groupe des utilisateurs de la règle lui-même (Miller, 1985).

En pratique, la flexibilité et l'adaptabilité des codes se traduisent par de fréquentes révisions. En fonction des besoins recensés, les codes sont dans la plupart des pays révisés de façon régulière, ou éventuellement plus occasionnelle, selon des modalités variables. (Dans la plupart des pays, les procédures de révision des codes restent ainsi informelles. Certains pays, notamment européens, ont cependant établi des procédures formelles destinées à assurer la réactualisation régulière du contenu des codes (Riskmetrics, 2009). Plusieurs motifs sont généralement avancés pour justifier la révision régulière des codes.

- D'une part, il peut être nécessaire de prendre en compte les évolutions de l'environnement économique et social, ainsi que d'éventuelles particularités locales. L'historique des révisions des codes en France fait ainsi apparaître que ces dernières surviennent le plus souvent en réaction à des crises et scandales financiers : par exemple, le rapport Bouton de 2002 fait suite aux scandales Enron et Worldcom aux Etats-Unis, Vivendi en France ; les recommandations de 2007 et 2008 portant sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux interviennent en réponse aux débats publics sur les modes de rémunération des dirigeants – *stock-options*, parachutes dorés, retraites chapeaux – et leur lien avec la performance. La production de règles de gouvernance décentralisée, impliquant différents organismes (privés, publics et hybrides), impliquant largement les utilisateurs des codes eux-mêmes peut alors se concevoir comme une garantie de « réactivité » des principes de gouvernance aux évolutions de l'environnement.
- D'autre part, dans certains cas, la révision des codes de gouvernance est impulsée par des évolutions législatives avec lesquelles les dispositions du code sont devenues incompatibles : le code ne pouvant contrevenir au droit législatif, une modification de son contenu devient indispensable. Le mode de production des codes, décentralisé et impliquant des agents privés, en fait alors un relais des obligations juridiques, que les codes contribuent dans cette perspective à diffuser¹³⁸.
- Enfin, certaines révisions du code peuvent être mises en œuvre par des organisations professionnelles ou privées dans le souci de dissuader l'intervention des autorités publiques dans le champ de la gouvernance¹³⁹. L'exemple des recommandations AFEP-

¹³⁸ Notons cependant l'idée de Frydman et Lewkowicz (2012, p. 25), selon lesquels « [L]a conclusion devrait pourtant être exactement inverse. La propension des codes de conduite à reproduire jusqu'au prescrit des normes du droit positif démontre bien que ceux-ci ne sauraient être réduits à de simples auxiliaires du droit. Ils sont au contraire l'expression d'un projet normatif dont l'autonomie nécessite précisément de phagocyter et de soumettre à leur propre régime certaines règles issues du droit positif ».

¹³⁹ En matière environnementale, Khanna et Damon (1999), Khanna (2001), Videras et Alberini (2000), Grolleau *et al.* (2004) soulignent que la menace de réglementation publique constitue un motif important d'adoption par les firmes des programmes volontaires.

MEDEF en France en 2008 en matière de rémunération des dirigeants exécutifs est symptomatique à cet égard : produites sous la menace du vote d'une loi sur le sujet en 2009, elles préviennent de fait l'intervention gouvernementale à laquelle elles se substituent au moins partiellement¹⁴⁰. La production – au moins partiellement – privée des codes est alors conçue alors comme un substitut aux technologies alternatives – et notamment étatiques – de production de droit.

Le mode de production des codes, caractérisé par une implication forte des agents privés dans leur rédaction, semble par conséquent faciliter l'adaptation rapide des règles de gouvernance aux besoins des entreprises et investisseurs. Pour autant, et probablement en raison des trois motifs de révision des codes exposés ci-dessus, la participation des agents privés au processus de production ne semble pas se traduire nécessairement par des adaptations dans un sens exclusivement favorable à des intérêts privés. O'Shea (2005) souligne ainsi que les modifications successives apportées aux codes de gouvernance vont en général dans le sens d'un degré d'exigence accru. Les inconvénients de la flexibilité des codes sont ainsi plutôt à rechercher du côté de l'incertitude et de l'insécurité juridiques qu'elle est susceptible d'engendrer.

2.2.2. UN COUT EN TERMES D'INSTABILITE ET D'INCERTITUDE JURIDIQUES ?

La flexibilité des codes de gouvernance, permise par leur mode de production, est néanmoins susceptible d'engendrer une certaine insécurité juridique coûteuse pour les agents (Conseil d'Etat, 2013, p. 126 *sq*). Leur révision fréquente et la production de règles de gouvernance nouvelles à un rythme élevé présente certes l'avantage d'une adaptation rapide aux besoins des agents, mais comportent en même temps un risque élevé d'instabilité juridique. Cette dernière peut alors induire différents effets.

- D'une part, elle fait supporter aux agents des coûts de mise en conformité aux règles supérieurs à ce qu'ils seraient dans une situation où les règles de gouvernance évoluent moins rapidement, et où le coût de la mise en conformité est supporté moins souvent par les entreprises.
- D'autre part, l'instabilité juridique associée à la flexibilité des codes accroît les coûts d'acquisition d'information des agents – notamment lorsque les mécanismes de publicisation de l'information contenue dans les codes sont insuffisants. Les agents

¹⁴⁰ Voir par exemple l'analyse du Conseil d'Etat (2013) sur la production de *soft law* destinée à éviter une intervention étatique (p. 40) et les travaux de P. Deumier (2002).

sont ainsi amenés à supporter non seulement un coût direct d'acquisition de l'information juridique, mais aussi un coût d'appropriation de cette information – il s'agit par exemple de comprendre en quoi et dans quelle mesure les nouvelles règles impactent la gouvernance de l'entreprise, de former les dirigeants et les salariés à ces nouvelles règles et, de manière générale, de les transposer dans la « culture d'entreprise » ; en pratique, ce coût informationnel peut donc prendre la forme de dépenses juridiques (mise en place de services spécialisés et d'actions de formation, création de postes spécifiques dédiés à la veille juridique et à l'observation des bonnes pratiques, *etc.*).

- Enfin, parce qu'elle nuit à la crédibilité des codes et réduit les incitations individuelles des firmes à en adopter les recommandations, la flexibilité peut être à l'origine d'une instabilité juridique coûteuse en termes privés et sociaux. En effet, l'instabilité juridique peut se révéler coûteuse en termes de conformité et de respect du code. Anticipant l'instabilité des règles, les agents peuvent en particulier être incités à repousser certaines décisions affectant la gouvernance de l'organisation ou affectées par elle. Les entreprises peuvent ainsi, par exemple, être dissuadées de se conformer « trop » rapidement aux recommandations, notamment celles qui leur paraissent coûteuses à mettre en œuvre, parce qu'elles anticipent d'autres changements juridiques à venir ultérieurement et souhaitent éviter le coût d'une mise en conformité uniquement provisoire. De tels comportements d'attentisme ou d'inertie engendrent par suite un risque accru de non-conformité aux codes et, en conséquence, un risque de gouvernance de moindre qualité, comportant de possibles effets négatifs à la fois au niveau individuel des firmes et au niveau du fonctionnement global des places et des marchés.

Par ailleurs, le mode de production des codes de gouvernance, s'il assure leur flexibilité, peut être à l'origine d'une incertitude juridique accrue, coûteuse non seulement pour les agents privés, mais éventuellement aussi en termes de bien-être collectif. Cette incertitude a deux sources principales.

D'une part, le caractère instable de règles de gouvernance évoluant trop rapidement peut amener les agents à ne plus savoir quelle règle s'applique spécifiquement dans leur cas et à un moment donné. Cette incertitude peut alors être les amener à prendre des décisions inefficaces en matière de gouvernance, ou à repousser des décisions indispensables à une date ultérieure. Le caractère de standard de certains principes de gouvernance d'entreprise renforce en outre potentiellement l'incertitude juridique affectant les agents en matière de gouvernance d'entreprise. En effet, dans la mesure où les standards de gouvernance sont souvent très généraux et voient leur contenu précisé essentiellement *ex post*, par exemple

par la pratique ou par les tribunaux, il peut être difficile ou coûteux pour leurs utilisateurs de déterminer dans quelle mesure le standard leur est applicable et d'en prévoir l'ensemble des effets (Kaplow, 1999, p. 513). Dans le cas de la gouvernance d'entreprise, le caractère général de certains principes contenus dans les codes peut ainsi alimenter l'incertitude juridique à laquelle les agents sont confrontés, et résultant en large part de l'instabilité juridique créée par leur mode de production flexible et autonome.

D'autre part, la décentralisation de la production de règles caractérisant la gouvernance d'entreprise et la pluralité des agents éventuellement impliqués accroissent également l'incertitude juridique subie par les consommateurs des règles. La profusion des codes nationaux, la diversité et la concurrence des émetteurs, la superposition de principes émanant de producteurs divers, l'incertitude quant au caractère substituable ou complémentaire des différents documents portant sur la gouvernance, leur co-existence avec des règles de droit dur (droit financier, des sociétés, du travail...) participent ainsi de l'apparition d'un « halo réglementaire » contribuant à l'incertitude juridique en matière de gouvernance. Dans le domaine de la rémunération des dirigeants, Parachkekova, (2010) souligne ainsi « l'enchevêtrement des normes » (p. 245) résultant non seulement des nombreuses réformes survenues dans les années récentes, mais surtout du développement de nouvelles technologies juridiques et, plus particulièrement de la « difficulté de la réglementation douce, la *soft law*, à s'intégrer dans le droit des sociétés français (*Ibid.*). Par exemple, en France, la loi laisse aux entreprises le soin de choisir elles-mêmes un code de bonne conduite de référence, alors que d'autres Etats ont fait le choix d'imposer ce code et de donner ce faisant un cadre juridique plus explicite aux entreprises. L'absence de code de référence induit ainsi une incertitude juridique pour les opérateurs économiques – et notamment les investisseurs. Par ailleurs, ce principe de libre choix a été contredit par le MEDEF et l'AFEP, qui ont exigé dans leurs recommandations que les sociétés cotées appliquent le code de bonne conduite AFEP-MEDEF ou s'en expliquent. La loi a en outre été contredite en octobre 2008 par le gouvernement, décidant alors d'imposer l'utilisation du Code AFEP-MEDEF. Ainsi que le note Parachkova (2010, p. 247), « la démarche est des plus surprenantes, puisqu'elle revient non seulement à priver les sociétés de la possibilité de choisir un code, mais aussi de celle de ne pas en choisir un, que la loi admet pourtant, sous réserve d'explication ». Au final, l'incertitude quant au code de référence, puis les injonctions contradictoires adressées aux entreprises font supporter aux entreprises le coût d'une incertitude juridique accrue.

2.3. Le code comme mode de production d'un bien collectif

De manière générale, la règle de droit peut être décrite comme un bien collectif. A l'inverse des biens privés, ce dernier possède en effet deux propriétés, qui sont la non-rivalité et la non-exclusivité. La non-rivalité signifie que le fait qu'un individu consomme le bien n'empêche pas

au moins un autre individu de le consommer en même temps – les illustrations traditionnelles données par l'économie publique pour de tels biens sont par exemple la défense nationale ou la justice. La non-exclusion (ou l'impossibilité d'exclusion) signifie qu'il est impossible d'exclure un individu de la consommation du bien, la nature du bien collectif faisant en effet qu'il n'est pas possible d'en réserver l'usage à certains agents – les feux d'artifice ou la défense nationale, constituant des exemples de tels biens non exclusifs. Ainsi, lorsqu'il y a impossibilité d'exclusion, obligation d'usage et absence d'encombrement, le bien collectif est qualifié de bien collectif pur.

Or les règles contenues dans les codes de gouvernance possèdent précisément ces deux propriétés des biens collectifs. D'une part, l'usage du code par une entreprise ne détruit pas la règle et n'empêche donc pas les autres entreprises de jouir des bénéfices de sa consommation simultanément – le code est en ce sens non rival. D'autre part, le code est non-exclusif, puisque toute entreprise peut s'y référer sans limitation. Par ailleurs, les codes contribuent à la sécurité juridique du système financier, contribuant en cela à l'attractivité financière des places et à une qualité accrue des décisions des investisseurs, pour le bénéfice de tous.

En présence d'un bien collectif, l'économie publique met en évidence un problème de sous-optimalité de la fourniture du bien collectif.

- En effet, en raison de la propriété de non-exclusion, il existe un problème d'incitation à produire. Les offreurs / producteurs du bien anticipent en effet les difficultés qu'ils auront à se faire payer, sachant qu'ils n'ont pas les moyens de priver d'utilisation les agents qui ne paient pas pour le bien. Ils ne sont donc pas incités à produire le bien en quantité suffisante ou à affecter suffisamment de ressources à son élaboration (aspect qualitatif). Par ailleurs, les utilisateurs du bien sont rationnellement incités à adopter un comportement de passager clandestin (ou *free riding*), les conduisant à utiliser le bien sans contribuer au financement de ce bien de la consommation duquel ils ne peuvent être exclus. En conséquence, le bien n'est pas produit, produit en quantité et/ou en qualité insuffisantes et l'équilibre du marché ne maximise pas le bien-être collectif. L'économie publique traditionnelle recommande alors qu'une autorité de réglementation se substitue au marché pour réaliser l'allocation efficace des ressources et le financement de la production du bien à partir de fonds publics. La production peut alors prendre la forme soit d'une production directe par les services de l'Etat, soit d'une production par une entreprise privée à laquelle l'autorité étatique délègue la charge de la production (de manière générale, il peut s'agir par exemple d'une concession de service public déléguée à une entreprise privée). Le choix entre « faire » et « faire-faire » dépend alors de considérations organisationnelles et politiques, ainsi que des problèmes de planification que pose la production directe.

- En outre, en raison de la propriété de non-rivalité des biens collectifs, le coût marginal de production du bien (le coût supporté pour servir un utilisateur supplémentaire) est nul. Or, en concurrence pure et parfaite, l'analyse économique enseigne que l'entreprise choisit son niveau de production optimal en égalisant son coût marginal avec le prix de marché. Ce calcul étant impossible en présence d'un bien collectif, l'entreprise est amenée à choisir un niveau sous-optimal pour la production du bien, avec pour conséquence un rationnement de ce dernier néfaste pour les consommateurs. L'analyse économique recommande alors dans ce contexte de confier à la puissance publique le financement des biens non rivaux à partir de l'impôt, et d'affecter la recette des impôts soit à l'administration qui fournira le service, soit à une entreprise privée à qui seront confiées la production et la gestion du bien.

En définitive, la nature de bien collectif des codes et les propriétés de non-rivalité et de non-exclusion qui lui sont associées peuvent être à l'origine d'un niveau insuffisant de production de règles de gouvernance. En particulier, si les codes sont produits par des agents privés, ces derniers ne sont pas incités à offrir des règles en quantité suffisante ou qui résultent d'un investissement suffisant en la matière. Une intervention publique peut alors être nécessaire pour inciter les agents économiques privés à lancer le processus de production et à y allouer des ressources. L'analyse économique justifie ainsi la participation des autorités publiques à la production des codes de gouvernance, conjointement avec les agents privés, selon un processus de co-régulation. La production des normes de gouvernance d'entreprise par les acteurs privés s'interprète dans ce cadre comme une délégation de production, destinée à assurer la production d'un bien collectif par des agents privés. Il est alors nécessaire de prévoir un contrôle des moyens réellement investis dans la production ainsi déléguée, afin d'éviter un éventuel sous-investissement qui serait préjudiciable à l'établissement de règles efficaces. A ce titre, les moyens mis en oeuvre pour effectuer le suivi de la mise en application des codes font partis des investissements utiles à une bonne autorégulation. La mise en oeuvre de ces codes constitue l'objet de la section suivante.

3. Coûts et avantages des codes en matière de mise en oeuvre des recommandations de gouvernance – quelle effectivité des codes ?

Si le recours aux codes peut s'expliquer par leurs coûts et avantages en matière de production des règles de gouvernance d'entreprise, il peut aussi s'expliquer par leurs propriétés en matière de mise en oeuvre de ces règles. Dans cette section, nous nous attachons à montrer que les modalités de mise en oeuvre des règles de gouvernance contenues dans les codes garantissent – au moins en partie – une certaine effectivité des codes, en dépit de l'absence

d'une définition unanime des critères de bonne gouvernance. Les codes de gouvernance reposent en effet largement sur le principe d'une adhésion volontaire et optionnelle des agents privés à leur contenu. D'une part, un type de sanctions spécifique, différentes des sanctions juridiques classiques, caractérise et opérationnalise les codes en tant que technologie juridique (3.1). D'autre part, combinés au principe du *comply or explain*, les codes organisent de façon souple la conciliation entre plusieurs conceptions alternatives de la bonne gouvernance d'entreprise (3.2).

3.1. Sanctions extra-légales, adhésion volontaire au code et effectivité des règles de gouvernance

Plusieurs raisons peuvent expliquer l'adhésion volontaire des entreprises aux codes. D'une part, celle-ci peut résulter de la poursuite par les firmes d'un objectif rationnel d'accroissement de leurs gains, suivant une logique de *self-interest* (3.1.1). D'autre part, un système de sanctions complexe, de nature essentiellement extra-juridique, explique aussi l'adhésion des firmes aux recommandations de gouvernance des codes (3.1.2).

3.1.1. L'ADHESION AUX CODES, UNE SOURCE DE GAINS POUR LES ENTREPRISES

Les motifs d'adhésion volontaire des firmes aux dispositions contenues dans les codes sont multiples.

- Premièrement, l'adhésion volontaire au code peut engendrer pour la firme des gains d'efficience. En effet, *via* la mise en œuvre de « principes de bonne gouvernance » recommandés par le code, elle anticipe une augmentation de ses gains, résultant par exemple d'une distribution du pouvoir plus efficace à l'intérieur de l'entreprise, d'un contrôle accru des actionnaires sur les dirigeants, ou encore d'une composition plus adaptée du conseil d'administration. Les gains organisationnels et économiques espérés de la mise en œuvre de principes de gouvernance efficaces peuvent en ce sens constituer une première incitation pour les firmes à se conformer au code.
- Deuxièmement, l'adhésion d'une firme à un code peut résulter de son souhait d'entrer à la cotation sur une place particulière imposant le respect explicite d'un code donné. Hopt (2011, p. 11) souligne notamment cette importance du respect des critères de bonnes pratiques comme conditions de cotation, dans le contexte actuel de concurrence internationale des places boursières.
- Troisièmement, les gains espérés par les firmes de leur adhésion volontaire au code peuvent également résulter de leur quête d'une bonne réputation, également

porteuse de gains économiques et financiers. Ainsi, adopter les dispositions d'un code peut permettre aux firmes de se différencier de leurs concurrentes et, par exemple, d'attirer les investisseurs les plus sensibles à une qualité élevée de gouvernance. La firme possède en effet une information privée sur la qualité réelle de sa gouvernance, difficilement observable directement par les investisseurs (ou uniquement à un coût élevé), on est alors dans une situation dite de sélection adverse. Dans une telle situation, l'adhésion au code est utilisée par la firme comme un moyen pour envoyer aux investisseurs sous-informés un signal de sa qualité réelle (élevée, car suivant les recommandations en vigueur dans les codes de bonne pratique) (Spence, 1974). A nouveau, l'adhésion au code résulte ici de la poursuite par la firme de son intérêt privé et de sa recherche de capitaux supplémentaires.

- Quatrièmement, cette analyse de l'adhésion aux codes en termes de signal, de réputation et de gains monétaires et financiers associés est plus largement à rapprocher du souci que peut avoir une firme de son image auprès de publics divers (non pas seulement les investisseurs, mais par exemple également les consommateurs). Cette motivation en termes d'image peut en particulier l'amener à adhérer à certains principes de gouvernance touchant les dimensions environnementale et sociale de l'activité de l'entreprise, auxquelles le grand public peut se montrer attentif. Dans certains cas, il peut ainsi être rentable pour la firme d'adopter certains dispositifs de gouvernance lui ouvrant l'accès à certains marchés ou à des donneurs d'ordre imposant des exigences particulières en matière de gouvernance (Arora et Gangopadhy 1995 ; Segerson et Miceli 1998 ; Grolleau *et al.*, 2004). Plus particulièrement, la pression exercée par des consommateurs ou des associations et des ONG (à travers des actions de boycott ou des dénonciations de « mauvaises pratiques », notamment dans le domaine social et environnemental) et les pertes éventuelles en découlant pour les entreprises peuvent constituer une motivation suffisante pour inciter ces dernières à adhérer à certaines dispositions de gouvernance particulières.¹⁴¹ Les procédés de « *name and shame* », consistant à dénoncer publiquement des entreprises en cas de mauvaises pratiques de gouvernance, reposent à l'évidence sur un mécanisme réputationnel de ce type (Kahan

¹⁴¹ Cette importance de la réputation est rapprochée de « la honte » comme émotion suscitant l'obéissance à la *soft law* (Fluckinger, 2006, p. 89). Donnant explicitement exemple de la gouvernance d'entreprise et du *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*, cet auteur souligne que « [L]'atteinte à la réputation d'une entreprise peut en effet coûter très cher à celle-ci ; d'où la nécessité de maintenir l'image, de préserver une réputation irréprochable afin de prévenir la honte, l'embarras ou l'humiliation. L'économie privée peut y parvenir par le biais d'instruments de *soft law*, à l'instar du *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance* ou de nombreux codes de déontologie, de bonne conduite ou d'éthique dont certaines professions se dotent (avocats, médecins, journalistes, etc.), y compris l'administration publique ».

et Posner, 1999) – même si, pour la France, ils sont à ce jour utilisés de façon prudente par l'AMF et simplement évoqués comme une « arme » possible par le HCGE .

- Cinquièmement, l'adhésion des agents privés au code peut résulter d'une menace législative et réglementaire exercée par les autorités publiques dans les domaines concernés par le code. En adoptant volontairement les dispositions de ce dernier, les firmes peuvent souhaiter démontrer leur conformité à des principes de bonne gouvernance identifiés comme tels par les milieux d'affaires et, de la sorte, dissuader une intervention publique, notamment de type législatif, qui risquerait d'être moins favorable à leurs intérêts ou plus coûteuse à mettre en œuvre que les recommandations du code. Destinée à éviter la production d'une règle de droit plus formelle par l'Etat, l'adhésion au code s'opère donc sous la menace d'une « loi Damoclès », pour reprendre les termes de Flückiger (2005), qui a pu également, à ce même sujet, évoquer des « accords de liberté conditionnelle accordée aux entreprises » (Flückiger, 2006, p. 88, citant Matthey, 1996, p. 588).
- Sixièmement, l'adhésion au code peut par ailleurs résulter de motivations citoyennes de l'entreprise. En se conformant aux principes de bonne gouvernance, les firmes peuvent chercher à contribuer au bon fonctionnement des marchés, en augmentant par exemple l'information des investisseurs, et participer ainsi au renforcement de la stabilité systémique en matière financière.

3.1.2. ADHESION AUX CODES ET SANCTIONS EXTRA-JURIDIQUES

L'adhésion aux codes ne résulte pas uniquement des gains qu'elle engendre pour les entreprises, mais aussi de diverses sanctions encourues par les entreprises n'adoptant pas les bonnes pratiques reconnues dans les codes.

La particularité de ces sanctions tient à leur caractère extra-juridique et à leur mode de mise en œuvre décentralisé (*decentralized enforcement*), ne nécessitant pas le rôle d'une autorité centrale coercitive – et présentant de ce fait l'intérêt de ne rien coûter directement aux contribuables. Ces sanctions, exercées de façon décentralisée, ont été définies par Hadfield et Weingast (2012) comme « l'imposition de sanctions [qui] résulte des décisions individuelles d'agents ordinaires opérant de façon indépendante, et non de la décision d'agents juridiques officiels, tels que la police ou les juges, ni du résultat de pactes explicites d'action collective. La mise en œuvre décentralisée de sanctions inclut aussi l'adhésion (*compliance*) volontaire (entendue au sens où l'individu se punit lui-même pour s'être engagé dans un comportement illicite), la punition individuelle (du type de celle mise en œuvre dans les stratégies donnant-donnant des jeux répété (Axelrod, 1984), par exemple), et les punitions

collectives (du type de celles où un ensemble d'individus agissant indépendamment refusent collectivement d'interagir avec quelqu'un qui s'est mal conduit) ». La *lex mercatoria* en Europe au Moyen-Âge, la ruée vers l'Or en Californie au 19^{ème} siècle, ou encore le commerce international aujourd'hui constituent ainsi des épisodes historiques où la régulation des activités s'est opérée à travers des sanctions exercées de manière décentralisée – sans intervention d'une autorité publique centrale et dotée d'un pouvoir coercitif (Benson, 2012 ; Hadfield & Weingast, 2013 ; Bernstein, 1992 ; Greif *et al.*, 1994).

Dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, de telles sanctions décentralisées prennent tout d'abord la forme de sanctions de marché, créant de fait une discipline de marché s'exerçant sur les entreprises (Fama, 1970). Du point de vue de la théorie économique standard, ces dernières sont en effet incitées à mettre en œuvre les recommandations contenues dans les codes de bonne gouvernance, sous peine de subir une sanction de marché. Ainsi, une entreprise respectant les codes est valorisée sur les marchés financiers, par l'intermédiaire de son cours boursier. *A contrario*, une entreprise déviant des règles de bonne gouvernance est sanctionnée par une baisse de la valeur de ses actions. La « discipline de marché » est dans ce cadre censée conduire les entreprises à adopter les « bonnes pratiques » contenues dans les codes de bonne gouvernance et reconnues par les communautés d'affaires. Une forme de régulation marchande – ou exercée par le marché – incite donc les agents économiques à se conformer aux recommandations des codes, sans qu'il soit nécessaire de recourir aux sanctions juridiques traditionnelles. Dans cette perspective, les codes de gouvernance se substituent efficacement aux régulations publiques traditionnelles – à caractère central, étatique et coercitif – et aux sanctions juridiques classiques pour réguler les comportements des entreprises. L'effectivité des codes résulte alors d'une démarche d'adhésion volontaire des entreprises – y compris en l'absence de sanction juridique exercée par une autorité externe au marché : pour envoyer un signal positif au marché et accroître leur cours boursier, il est de l'intérêt des entreprises d'adhérer aux « bonnes pratiques » identifiées dans les codes.

Dans cette perspective, on comprend alors la mise en avant des obligations de *disclosure* et d'information dans l'ensemble des codes de gouvernance, s'expliquant par le souci d'assurer l'effectivité de la discipline de marché. En effet, les obligations de transparence et d'information des actionnaires/investisseurs et du marché facilitent et renforcent le contrôle des comportements des entreprises *par le marché*, en conférant aux opérateurs une capacité *informée* à exercer efficacement leur contrôle. *A contrario*, lorsque les investisseurs et parties prenantes sont incapables de contrôler effectivement les comportements des entreprises en raison d'une information insuffisante, il existe un risque d'inefficacité de la discipline de marché. L'accent porté sur la dimension informative de la gouvernance dans les codes s'explique alors par le souci de préserver et renforcer l'effectivité des sanctions de

marché. D'une part, les codes soulignent la centralité d'une information de qualité délivrée aux investisseurs et actionnaires et organisent les modalités de sa production et de sa transmission par les entreprises. D'autre part, cette information permet aux agents de vérifier que les entreprises mettent bien en œuvre les recommandations de bonnes pratiques des codes. En d'autres termes, les codes recommandent donc aux entreprises de révéler aux agents l'information qui servira à ces derniers à vérifier la conformité des entreprises aux codes ! Dans cette perspective, le code s'analyse donc comme un moyen de renforcer la discipline de marché, sur laquelle il fonde précisément son effectivité (appréciée selon le taux de conformité des entreprises à ces derniers).

L'effectivité des sanctions de marché est cependant discutée dans la pratique. D'une part, les acteurs de marché peuvent manquer d'information suffisante pour exercer réellement et efficacement leur rôle de contrôle – ou ils peuvent alternativement être submergés par l'information, et se trouver incapables de la traiter. Quelques études au Portugal et en Espagne trouvent une réaction positive du marché en cas de mise en conformité, mais elles sont isolées (Fernandez-Rodriguez *et al.* 2004 ; Del Brio *et al.* 2006). De manière générale, les études menées sur cette question aboutissent plutôt à des résultats très pessimistes, montrant qu'il n'y a en général pas de sanctions par le marché (Nowak *et al.*, 2004 ; Goncharov *et al.*, 2006 ; Weir *et al.*, 2000). Par ailleurs, De Jong *et al.* (2005) mettent également en évidence l'absence d'effet notable de l'introduction d'une autorégulation portée par le secteur privé aux Pays-Bas (avec le Comité Peters) et destinée à améliorer les pratiques de gouvernance d'entreprise. Dans les faits, la mise en place de cette autorégulation reposant sur les sanctions de marché semble avoir eu peu d'impact sur les pratiques de gouvernance des firmes et leur valeur de marché.

En outre, au-delà de la menace de sanctions de marché, l'adhésion des entreprises aux codes peut également s'expliquer en référence aux analyses économiques de la conformité aux normes sociales. Depuis la *Théorie des sentiments moraux* (1759) d'Adam Smith, l'analyse économique reconnaît en effet que le désir d'approbation peut constituer une motivation à agir des individus. Plus récemment, une littérature économique foisonnante analyse les effets de la pression sociale (*peer pressure*) sur les comportements des individus (Voir par exemple Akerlof, 1980 ; Banerjee, 1992 ; Bernheim, 1994 ; Ellickson, 1991, 1998 ; Kahan, 1996 ; Posner, 2000, 2007 ; Bénabou et Tirole, 2006). Menacés de sanctions « sociales », telles que l'exclusion du groupe (ostracisme), la critique, la stigmatisation, la réprobation morale, les individus sont incités à adopter des comportements conformes aux normes prévalant dans leur groupe. Rapportées au champ de la gouvernance d'entreprise, ces analyses soulignent elles-aussi l'importance de la réputation dans l'explication de l'adhésion des entreprises aux codes. Dans des réseaux d'affaires étroitement interconnectés, les pratiques de divulgation

des comportements déviants, tels que le « *name and shame* » peuvent assurément exercer un rôle disciplinant sur les comportements des entreprises et de leurs dirigeants.

Enfin, on peut remarquer que des sanctions juridiques classiques peuvent venir renforcer les sanctions extra-juridiques et expliquer l'adhésion des firmes aux principes contenus dans les codes. Dans un certain nombre de pays, en effet, les autorités publiques interviennent par exemple pour faire respecter les règles de *disclosure*, dans les situations où les firmes ne s'y conforment pas spontanément. Selon Hopt (2011, p. 15), il s'agit ainsi d'une « intéressante technique située entre l'auto-régulation et la régulation par la loi, qui peut être décrite comme 'une forme d'auto-régulation dans l'ombre de la loi' (*self-regulation in the shadow of the law*) ».

3.2. Principe du *comply or explain* et adhésion aux codes

3.2.1. LE PRINCIPE DU *COMPLY OR EXPLAIN*, UN « FACILITATEUR » D'ADHESION AUX CODES ?

Apparu pour la première fois dans le rapport Cadbury en 1992, en Grande-Bretagne, le principe du *comply or explain* (se conformer ou expliquer) facilite également l'adhésion des firmes aux principes de gouvernance d'entreprise établis dans les codes. Au contraire des réglementations prescriptives, du type de celles prévues dans la loi Sarbanes-Oxley aux Etats-Unis, il autorise les entreprises à déroger aux principes contenus dans le code, pourvu qu'elles expliquent les raisons de cette non-conformité (Poulle, 2011 ; Boncori et Cadet, 2013). Reposant sur une obligation de déclaration des firmes, le principe du *comply or explain* oblige ainsi les sociétés cotées à déclarer dans quelle mesure elles appliquent les recommandations des codes de bonne gouvernance et à rendre compte de leurs écarts par rapport aux dispositions de ces derniers. En France, le rapport Viénot et ses successeurs sont tout d'abord d'application strictement volontaire. La directive 2006/46 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006, transposée par la loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire, impose ensuite le principe du *comply or explain*, qui prend en France plus particulièrement deux modalités. D'une part, les firmes ont la possibilité de déroger à certaines règles du code, en motivant les dérogations. D'autre part, elles ont aussi la possibilité de ne pas appliquer le code du tout, et cela en dépit de l'obligation prévue par le législateur d'appliquer un code de référence. Dans les faits, le *comply or explain* est amplement utilisé et approprié par les firmes, ainsi qu'en témoignent différentes études statistiques sur les comportements de *compliance* des firmes (Arcot, Bruno, Faure-Grimaud, 2010 ; Refait-Alexandre, Duhamel, Fasterling, 2014).

Le principe du *comply or explain* participe donc de l'approche volontaire et flexible caractérisant les codes de gouvernance (MacNeil et Li, 2006). Il est en effet plus facile et moins coûteux d'amener les firmes à accepter certains principes de gouvernance, dès lors que ces derniers n'ont qu'une portée optionnelle et que des dérogations y sont autorisées. De ce point de vue, le principe du *comply or explain* minimise les coûts de la conformité du point de vue des entreprises. Il permet en particulier aux firmes d'éviter de supporter les coûts de mise en œuvre d'une règle, dès lors que cette dernière leur semble inadaptée à leur situation particulière. Il leur permet symétriquement de ne retenir, parmi l'ensemble des recommandations de gouvernance spécifiées dans les codes, que celles qui leur semblent efficaces dans leur cas particulier. Découlant de l'idée selon laquelle il n'est pas possible, en termes de gouvernance, de faire du « prêt-à-porter » (*case law*), même si, dans le même temps, il est essentiel que le bien collectif « code de gouvernance » soit utilisé afin de rendre les places boursières et les grandes entreprises nationales attractives pour les investisseurs, le principe du *comply or explain* permet ainsi de tenir compte des particularismes sectoriels ou de taille des entreprises, ainsi que de leurs différentes spécificités, quelle qu'en soit l'origine.

En définitive, le principe du *comply or explain* doit donc être compris comme une réponse pragmatique à l'absence de consensus sur la définition de la gouvernance optimale et à la coexistence de besoins hétérogènes des firmes en la matière (*cf.* section 1). Il organise juridiquement la souplesse requise, pour ces deux raisons, dans la pratique des entreprises : grâce à lui, il devient ainsi possible d'identifier dans le code un certain nombre de principes de gouvernance – reconnus comme les bonnes pratiques – tout en autorisant simultanément les firmes qui l'estiment nécessaire à n'appliquer ces principes que de manière optionnelle. Dans la pratique, le principe du *comply or explain* organise donc la nécessaire conciliation entre des conceptions antagonistes ou, pour le moins divergentes, de la gouvernance d'entreprise, en même temps qu'il reconnaît la diversité des besoins des firmes dans le domaine. En d'autres termes, il revient donc à reconnaître qu'un modèle unique de gouvernance ne saurait s'appliquer toutes les situations particulières en matière de gouvernance.

3.2.2. LES LIMITES DU PRINCIPE DU *COMPLY OR EXPLAIN*

En dépit de ses avantages en termes de minimisation des coûts d'*enforcement* des codes du point de vue des entreprises, le principe du *comply or explain* souffre de plusieurs limites.

Premièrement, parce que le principe du *comply or explain* repose sur l'adhésion volontaire des entreprises, l'implication dans le processus de production des règles de gouvernance d'un nombre suffisant de parties concernées par les codes est essentielle. En

particulier, il est nécessaire que ces parties soient non seulement légitimes, mais aussi représentatives des utilisateurs des codes pour accroître l'adhésion de ces derniers aux règles de gouvernance et « bonnes pratiques » identifiées comme telles. La transparence des processus, l'association des parties prenantes dans leur diversité, la légitimité des producteurs du code apparaissent à cet égard déterminantes pour le degré d'adoption des règles. En effet, on peut craindre que, si les utilisateurs du code ne se reconnaissent pas suffisamment dans les principes de gouvernance énoncés dans le code, leur propension à adopter ces derniers ne soit réduite, et cela d'autant plus que le principe du *comply or explain* les autorise explicitement à faire jouer le principe d'optionnalité¹⁴². L'implication d'un nombre suffisant de parties prenantes représentatives de la diversité des situations apparaît à cet égard d'autant plus nécessaire qu'il n'existe – ainsi qu'on l'a vu dans la section 1 – aucun consensus sur la définition de la gouvernance d'entreprise optimale. La concurrence entre les différents paradigmes de gouvernance, couplée à l'hétérogénéité des besoins des agents dans le domaine, souligne ainsi que le principe du *comply or explain* n'a de sens que dans la mesure où les règles contenues dans les codes possèdent une signification minimale pour leurs utilisateurs. En d'autres termes, s'il doit uniquement servir, de façon quasi-cosmétique, à organiser et autoriser juridiquement l'exit d'une catégorie d'entreprises au simple motif qu'elles ne se retrouvent pas dans les règles de gouvernance et que ces dernières échouent à refléter minimalement la réalité de l'environnement et des contraintes dans lesquelles ces entreprises évoluent, alors l'utilisation du principe du *comply or explain* par les entreprises ne saurait s'interpréter que comme le signe de l'inadéquation des principes de gouvernance énoncés par le code aux besoins des entreprises.

On peut noter, à cet égard, la critique récurrente adressée au Code AFEP-MEDEF en France jusqu'en 2013 quant à l'insuffisante représentativité des parties impliquées dans la conception du code : jusqu'à cette date, en effet, le Code AFEP-MEDEF reflétait essentiellement les points de vue des entreprises, tandis que les autres parties prenantes (investisseurs, salariés...) n'étaient pas consultés – tout du moins de façon publique et formalisée – lors de la rédaction du code. Depuis 2013, en revanche, le processus de consultation a été élargi à un groupe d'agents plus large, à l'instar de ce qui se pratique dans plusieurs pays voisins (Allemagne, Royaume-Uni) : l'Autorité des Marchés Financiers, les investisseurs, la Direction Générale du Trésor ont ainsi été consultés formellement dans le cadre de la rédaction de la nouvelle version du Code AFEP-MEDEF (Conseil d'Etat, 2013, p. 124).

¹⁴² De manière générale, la légitimité de la *soft law* est en effet largement tributaire d'une association suffisante des différentes parties prenantes à son processus de production (Conseil d'Etat, 2013, p. 124).

Deuxièmement, le principe du *comply or explain* et l'optionnalité qu'il octroie aux entreprises sont susceptibles de limiter l'efficacité des sanctions de marché sur lesquels reposent les codes. Ainsi qu'on l'a vu dans la section 1, la discipline de marché requiert en effet une standardisation minimale de l'information, nécessaire pour que les investisseurs et les marchés puissent exercer efficacement leur rôle de contrôle sur les firmes, les incitant ainsi à mettre en œuvre les « bonnes pratiques » de gouvernance, sous peine de subir une sanction de marché. Pour que les investisseurs soient en mesure d'exercer effectivement leur rôle disciplinaire, ils doivent néanmoins disposer d'informations comparables sur les différentes firmes, afin de pouvoir apprécier leur degré de conformité relative aux recommandations du code en matière de gouvernance. Or l'utilisation du principe du *comply or explain* par les firmes pour déroger aux principes de gouvernance établis dans les codes fait émerger un risque de moindre comparabilité de l'information – les entreprises étant en effet en mesure de s'abriter derrière leurs situations particulières pour justifier leur non-conformité aux principes de bonne gouvernance. Face à de telles situations particulières, justifiées de façon plus ou moins rigoureuse ou convaincante par les firmes¹⁴³, les investisseurs ne sont plus en mesure d'exercer leur rôle disciplinaire – sauf à se montrer capables – à un coût probablement prohibitif – de contrôler les déclarations des firmes et le bien-fondé de leurs explications de non-conformité. En définitive, si le principe du *comply or explain* est censé organiser la coexistence entre différentes définitions concurrentes de la gouvernance, variables selon les firmes, les systèmes économiques ou les paradigmes scientifiques, il semble en même temps, paradoxalement, saper l'effectivité de la discipline de marché au fondement même des codes de gouvernance.

Troisièmement, au-delà des problèmes de prise en compte des différentes conceptions de la gouvernance par les codes, qui peuvent affecter le sens même du principe du *comply or explain*, ce dernier souffre également de problèmes de mise en œuvre directe. En effet, le ou les groupe(s) d'intérêt à l'origine du code, ou associé à sa production, ne maîtrisent ni l'identité des utilisateurs choisissant d'adhérer au code, ni en théorie, le comportement des entreprises adhérant – par exemple, l'autorité émettrice du code ne procède pas à des vérifications systématiques des informations déclarées par les entreprises, ni n'exerce de sanctions formelles sur elles en cas de non-respect des recommandations du code ou de déclarations erronées.

¹⁴³ La Commission européenne a ainsi publié une recommandation en 2014 portant sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise.

Cette situation est à l'origine de deux problèmes. D'une part, un problème de sélection adverse (ou d'anti-sélection) peut apparaître¹⁴⁴. Dans ce cas, il existe un risque d'adhésion des « moins bons éléments » : compte tenu du faible coût d'adhésion, renforcé par l'optionnalité associée au principe du *comply or explain*, on peut penser que des entreprises se caractérisant par une gouvernance de faible qualité vont néanmoins choisir d'adhérer au code et de mettre en avant cette adhésion vis-à-vis des investisseurs et parties prenantes, sans pour autant mettre en œuvre les bonnes pratiques contenues dans le code. En l'absence de moyens d'exclusion à la disposition des émetteurs du code, et donc de sélection, toute entreprise peut se référer au code et l'appliquer de façon plus ou moins parcellaire. De plus, en l'absence de contrôle effectif et/ou systématique de leurs déclarations ou de la qualité des explications qu'elles proposent (Arcot *et al.*, 2010), les entreprises peuvent chercher à bénéficier de l'effet-signal positif procuré par la référence au code, sans supporter les coûts de la mise en œuvre de ses dispositions. Le risque afférent est alors celui d'une perte de crédibilité du code, dissuadant par suite l'adhésion des entreprises se caractérisant par une gouvernance de qualité élevée. Dès lors que l'adhésion au code ne remplit plus son rôle de signal informatif de la qualité de la gouvernance, l'équilibre du marché se définit comme un équilibre de *pooling* (ou mélangeant), et non pas comme un équilibre séparateur : toutes les entreprises, quel que soit leur type, envoient un signal identique aux investisseurs, pour lesquels ce signal n'est donc plus informatif ; l'intérêt d'adhérer au code pour les « bonnes entreprises » disparaît par conséquent et l'adhésion au code perd toute valeur informative.

D'autre part, il existe également un problème de risque moral (ou d'aléa moral), classique des situations principal – agent. De manière générale, l'analyse économique considère qu'un problème d'agence survient lorsque l'une des parties prenantes à une relation (participant) peut se comporter de façon opportuniste en utilisant les asymétries d'information existantes à son avantage, au détriment de l'intérêt des autres parties prenantes. Le terme d'agence est lié à la terminologie utilisée, qui veut que les relations décrites par cette théorie soient celles qui lient un principal (le donneur d'ordre en général) et un agent (l'exécutant), sachant que le principal et l'agent poursuivent en général des intérêts différents. Dans ce cadre analytique, les problèmes d'aléa moral renvoient à la possibilité pour l'agent de se comporter de façon opportuniste une fois la relation avec le principal établie. Ces problèmes relèvent donc du comportement opportuniste des agents lorsque leurs actions ne sont pas directement observables par le principal. En l'espèce, dans le cadre de la relation entre l'émetteur du code et les entreprises, les efforts faits par les secondes en matière d'adhésion au code ne sont le plus souvent pas directement observables

¹⁴⁴ La sélection adverse renvoie à des situations dans lesquelles l'agent (ici l'entreprise utilisatrice du code) détient une information privée sur sa qualité que le principal (ici, le producteur du code ou le prescripteur) n'a pas. En résulte une situation inverse de celle souhaitée initialement, caractérisée par la participation des moins bons éléments (ici les entreprises avec une mauvaise gouvernance) au marché concerné.

par le premier. Le principe du *comply or explain*, notamment tel qu'il a été transposé en France¹⁴⁵, apparaît notamment insuffisant au plan de la mise en place de moyens de bonne exécution des recommandations publiées. Ainsi, le choix et la justification de la mise en conformité ne nécessitent pas de détailler les moyens mis en œuvre et ne donnent *a priori* lieu à aucun contrôle (Riskmetrics, 2009). Par ailleurs, l'information récoltée est à la fois non certifiée et quantitativement trop importante pour être efficacement exploitée par les investisseurs¹⁴⁶. En particulier, les informations qui sont produites par les entreprises sur les recommandations qu'elles choisissent (ou non) de suivre demeurent purement déclaratives et sont de fait difficilement vérifiables. Il n'existe ainsi pas de contrôle, ni de sanctions formelles en cas de déclaration erronée. En conséquence, rien ne prévient la possibilité pour les entreprises de déclarer une mise en conformité de façade avec les recommandations du code (la stratégie *tick the boxes*) (Fasterling et Duhamel, 2009 ; Arcot *et al.*, 2010), et de ne pas expliquer leurs écarts aux recommandations proposées dans les codes (suivant le principe du *never comply, never explain*). Il en découle un coût d'agence, associé à de possibles comportements de passager clandestin (*free riding*) de la part d'au moins certaines entreprises, avec pour conséquence une perte de crédibilité du code vis-à-vis des investisseurs notamment. Cette situation soulève par suite la question de l'efficacité des codes.

Certaines solutions peuvent cependant être envisagées pour limiter les risques précédents.

¹⁴⁵ Cf. article L225-68 du Code de commerce.

¹⁴⁶ Dans la réalité, la rationalité des investisseurs est en effet limitée (*bounded rationality*). Selon la théorie néoclassique, les agents économiques sont considérés comme des êtres rationnels, mettant en œuvre des moyens pour atteindre des fins. La rationalité économique signifie alors que les individus cherchent le maximum de satisfaction et que, par conséquent, ils exploitent toujours une occasion d'améliorer leur situation. Ce modèle de rationalité néoclassique est cependant critiqué, au motif qu'il repose sur des hypothèses fortes et irréalistes, à savoir : 1°) les agents ont connaissance de tous les choix possibles 2°) ils connaissent précisément toutes les conséquences de ces choix 3°) il est possible de rapporter ces conséquences à un critère uniquement (le critère d'utilité espérée). En réaction à ces critiques, Herbert Simon (prix Nobel d'économie, 1978) propose une conception alternative de la rationalité des agents, qualifiée de rationalité limitée. Il s'attache ainsi plus particulièrement à rendre compte des situations d'incertitude et d'information imparfaite, dans lesquelles les agents économiques ne disposent que d'une information limitée, à la fois sur le présent et le futur, et où ils supportent un coût prohibitif d'obtention de l'information complète. Par ailleurs, les capacités cognitives et computationnelles des agents sont supposées limitées, les empêchant donc de déterminer l'action optimale dans chaque situation. Dans notre contexte, dotés d'une rationalité limitée, les investisseurs manquent à la fois d'information et ne possèdent que des capacités limitées de traitement des informations dont ils disposent. Ils sont donc incapables de prendre des décisions optimales, face à la quantité d'information fournie par les entreprises en matière de gouvernance et à la nécessité d'en évaluer la qualité.

Ainsi, premièrement, les producteurs du code peuvent être amenés à renforcer leur contrôle sur les entreprises déclarant adhérer au code. Ils doivent alors investir des ressources afin de contrôler *a minima* les démarches entreprises par les entreprises adhérentes pour se mettre en conformité. Les efforts faits n'étant pas tous directement observables, il faut en effet au moins traiter les informations publiées – lorsqu'elles le sont. De tels coûts de contrôle et de sanctions informelles sont du même type que ceux que l'on trouve lorsqu'on est en présence de contrats implicites.

Une deuxième solution est donc, selon la terminologie économique, de rendre l'engagement (des entreprises à respecter le code au moins de façon partielle) auto-exécutoire. On considère qu'un arrangement est auto-exécutoire lorsqu'il est de l'intérêt de chacun des participants de mettre en vigueur sa partie de l'entente sans intervention explicite des tribunaux. Différents moyens peuvent alors être mobilisés pour renforcer le caractère auto-exécutoire de l'engagement. Ainsi, d'une part, il est possible d'augmenter les rentes perçues par les entreprises utilisatrices du code – il s'agit alors d'accroître les gains qu'elles retirent du fait d'utiliser le code et d'en mettre en œuvre les recommandations. D'autre part, il est possible de mettre l'accent sur les bénéfices de l'arrangement en question (par exemple, agiter la menace d'une régulation publique – *i.e.* législative ou réglementaire – en cas d'échec d'une régulation par les milieux d'affaires eux-mêmes s'inscrit dans cette logique – voir *supra* section 2.2). Enfin, il est possible de rendre coûteuse toute déviation (certains types de sanctions évoqués précédemment, tels que la *peer pressure*, le « *name and shame* », les menaces de boycott des consommateurs reposent ainsi sur un tel mécanisme).

En ce sens, la combinaison du code et du principe du *comply or explain* constitue une forme d'autorégulation faible, puisque les producteurs du code ne contrôlent ni l'adhésion à celui-ci (l'identité des utilisateurs), ni le comportement des entreprises qui y adhèrent (en particulier, aucune vérification systématique des informations déclarées par les entreprises n'est effectuée par les producteurs du code, et aucune sanction formelle n'est de même appliquée en cas de déviation par rapport aux recommandations du code).

Néanmoins, certains pays bénéficient d'un mécanisme d'effectivité privé ou public *via* la rédaction de rapport(s) sur l'application des codes. Le tableau suivant récapitule la nature (entité publique, privée, rédactrice du code ou non) des organismes chargés de la rédaction du rapport sur l'application des codes dans certains pays :

	Entités privées		Entité publique	
	Rédactrices du code	Autres	Rédactrice du code	Non rédactrice du code
Allemagne		x		
Belgique		x		x
Espagne			x	
France	x			x
Finlande		x		
Italie	x	x		x
Luxembourg	x			
Pays-Bas	x		x	
RU			x	
Suède	x	x	x	

Les organismes de suivi de l'application des codes ont la plupart du temps eu un rôle actif dans l'élaboration du code lui-même (dans sept cas sur dix). Néanmoins, une autre entité au moins se charge du suivi dans quatre cas sur sept. Dans trois cas sur dix, le rédacteur du code est également le seul rédacteur du suivi de l'application de celui-ci (seul le Luxembourg a un rédacteur commun privé, le Royaume-Uni et l'Espagne ayant un rédacteur public pour le code et le rapport d'application afférent). On remarque également qu'aucune règle ne peut être dégagée quant à la nature de l'organisme en charge de la rédaction du suivi, selon que le code ait été le produit d'une autorégulation, d'une co-régulation ou autre.

En France, un Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise (proche de l'AFEP-MEDEF) a été créé comme « gardien du respect de l'application du code et force de proposition de ses évolutions ». Ce dernier, organe privé, rédige des rapports qui donnent une idée du suivi du code par les entreprises. Il fournit également un « guide d'application du code » afin d'aider les entreprises à se conformer à ce dernier et envoie des lettres aux entreprises dont les pratiques ne satisfont pas à l'esprit du code ou de la bonne application du principe du *comply or explain*. Mais les déclarations ne font pas l'objet d'une enquête en elles-mêmes. Donner de fausses informations demeure donc tout à fait possible. Le seul risque véritablement couru par une entreprise agissant ainsi relève alors du droit des obligations (un champ juridique totalement externe aux codes de gouvernance), celle-ci pouvant éventuellement être poursuivie pour publicité d'informations erronées.

Le suivi de cet organisme privé est en partie secondé par un suivi étatique. Dans les faits, l'Etat a ainsi eu une posture interventionniste en commandant à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) un rapport sur « le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants ». Cette intervention de l'AMF semble être un rappel de la nécessité d'un regard surplombant de l'autorité publique sur les pratiques d'autorégulation pour assurer leur

effectivité. En exerçant une fonction de contrôle (non exhaustif) de la conformité des entreprises avec le code, l'AMF procède à une forme de « *name and shame* », qui n'aurait pas forcément pu émerger d'une autorégulation non-supervisée¹⁴⁷. Ce mécanisme d'effectivité « privé »¹⁴⁸ (qui est donc, en France, réalisé par une autorité publique) est susceptible d'inciter les entreprises à faire de leur mieux (Sable *et al.*, 2000). C'est aussi le moyen, en France, de communiquer sur les bons résultats et des progrès faits en matière de conformité au code pour les 60 entreprises (non nécessairement représentatives) étudiées par l'AMF.

L'idéal serait sûrement de donner plus de visibilité à cet exercice de « *name and shame* » en cas de récidive. Le suivi par l'organisme rédacteur du code, lorsque c'est une entité privée, doit permettre de favoriser les interactions entre organisme de suivi et entreprises afin de sécuriser et de renforcer les engagements (pression des pairs et contrôle social exercé par les investisseurs). Il est aussi bien sûr possible de mettre en place des mécanismes de sanctions crédibles et efficaces, en développant en amont des mécanismes réguliers de contrôle ou d'évaluation de la qualité se rapprochant alors plus du fonctionnement d'audit ou de certification que l'on rencontre parfois dans le domaine de la responsabilité sociale des entreprises (RSE). L'évaluation et la diffusion de l'information doivent alors passer par un organisme indépendant du rédacteur du code et des entreprises. Cela se ferait en partie au dépend du principe même de flexibilité qui sous-tend les codes (mise en conformité « à la carte », etc.). Ce type de solution ne favoriserait ainsi pas nécessairement la transmission des informations par les entreprises. On peut en effet raisonnablement penser que les entreprises sont moins réticentes à donner de l'information si celle-ci est utilisée à des fins non coercitives. A cet égard, deux arguments sont évoqués par les entreprises pour expliquer leurs réticences à donner de l'information : la complexité de l'application de ces codes - même produits par leurs pairs - et le caractère potentiellement engageant des informations publiées. Concernant la complexité, différents remèdes, assez simples pour certains, plus radicaux pour d'autres pourraient être envisagés. Un moyen simple de faciliter l'utilisation des codes est de publier, comme le fait le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, un « guide d'application du code ». Le deuxième moyen plus radical est d'exiger par la loi de fournir les informations sous une forme bien précise (obligations législatives précises : formes de la publicité des rémunérations des dirigeants, par exemple).

¹⁴⁷ Même si le HCGE se réserve le droit de procéder à un rappel à l'ordre public si nécessaire, chose qu'il n'a jamais eu à faire jusqu'à présent, semble-t-il, puisque les sociétés ne sont pas nommées dans le rapport de suivi de l'application du code.

¹⁴⁸ Au Royaume-Uni, ce travail est fait par le Financial Reporting Council (FRC 2009), en Allemagne par un centre de recherche (Werder *et al.*, 2006).

La question de l'aspect engageant des informations fournies par les entreprises est plus complexe à traiter. Les rapports annuels publiés par les entreprises sont, dans cette optique, suivis de près par leurs équipes de communication. En parallèle de l'essor des codes de bonne conduite se sont ainsi développés les programmes de *compliance* des entreprises, ces programmes étant propres à chaque entreprise. La finalité de ces programmes est d'anticiper et de prévenir les risques de violations des différentes lois et réglementations en vigueur. La finalité en est de préserver la réputation de l'entreprise dans un écosystème juridique de plus en plus complexe. Progressivement, les entreprises sont ainsi obligées de se doter de responsables de la conformité, en général en charge de ces programmes de *compliance* et de la gestion de la conformité aux codes de gouvernance d'entreprise, et dont les préoccupations peuvent dépasser la conformité aux codes de gouvernance.

3.2.3. L'EFFECTIVITE DES CODES DE GOUVERNANCE

La plus ou moins grande conformité du comportement des entreprises aux recommandations des codes définit le degré d'effectivité de ces derniers. Cette effectivité peut être jaugée à l'aune du *comply, via* l'étude des taux de mise en conformité des entreprises (application des différentes recommandations, aspect quantitatif), ou à l'aune de *l'explain*, au travers de l'appréciation des explications fournies par les entreprises pour justifier de leurs éventuelles déviations par rapport aux recommandations du code.

Côté *comply* : l'effectivité des codes de gouvernance associés au *comply or explain* se révèle très forte dans certains pays. Selon Pellens, Hillebrandt et Ulmer (2001), ce n'est pas moins de 95,6% des entreprises du DAX100 qui se sont mises en conformité avec le code allemand de gouvernance. Certaines recommandations spécifiques ne sont pourtant que rarement appliquées, comme si les entreprises considéraient ces recommandations comme impropres pour elles. Bebenroth (2005) montre ainsi que les recommandations ayant trait à la responsabilité individuelle (*personal liability*) et à la rémunération du management et du conseil de surveillance sont les moins souvent suivies. Les taux de conformité semblent en général assez élevés pour les pays qui utilisent la technologie juridique « code » associée au principe « appliquer ou expliquer ». Certains auteurs se sont plus particulièrement intéressés aux déterminants de la conformité. Un résultat clairement établi semble être que les entreprises les plus grosses sont celles qui se mettent le plus en conformité (Bebenroth 2005 ; Werder, Talaulicar et Kolat, 2005). Pour la France, Duhamel, FASTERLING et Refait-Alexandre (2011) ont analysé ces déterminants pour les entreprises du SBF 120. Les déterminants les plus significatifs sont la capitalisation boursière de l'entreprise, la structure actionariale et l'endettement de l'entreprise. Il s'agirait ainsi pour les entreprises de substituer la conformité à d'autres éléments qui envoient des signaux quant à la bonne gouvernance de l'entreprise. Ainsi, les entreprises dont le taux d'endettement est plus élevé sont moins souvent en

conformité : les créanciers exerçant déjà un contrôle important sur la gouvernance de l'entreprise, la conformité au code serait secondaire. Au contraire, pour les entreprises gouvernées par des actionnaires majoritaires, il s'agirait plutôt de « montrer patte blanche » en se conformant plus strictement au code, prouvant par là une volonté de mettre en oeuvre une gouvernance vertueuse en dépit de la structure actionnariale.

Un autre pan de la littérature sur le sujet s'intéresse à la non-conformité. MacNeil et Li (2006) ont montré que la tolérance à la non-conformité est liée à la surperformance financière. Avant même l'existence des codes et leur diffusion, Hermalin et Weisbach (1998) avaient théorisé la sélection des administrateurs et de leurs efforts de contrôle sur le dirigeant en fonction des performances relatives de ce dernier. Dans certains pays néanmoins, le code n'est respecté que par une partie des entreprises. En Grèce par exemple, en dépit du principe du *comply or explain*, seules 35% des entreprises sont en conformité, tandis que parmi les autres 40% ne donnent pas d'explications, selon Nerantzidis (2015). A Chypre, le code n'est pas du tout respecté (Krambia-Kapardis et Psaros, 2006).

Côté *explain*, l'effectivité peut se mesurer en analysant les déviations des entreprises aux codes et les explications données par les entreprises en guise de justification. Faure et Grimaud (2005) comparent, pour chaque type de recommandation, les cas de déviations en rapportant le nombre d'explications spécifiques au nombre d'absences d'explication. Si le ratio est élevé, ils en concluent que la flexibilité permise par le *comply or explain* est utile, si le ratio est faible, au contraire la flexibilité octroyée n'est pas utilisée, elle n'a donc pas de valeur.

L'analyse menée précédemment montre que la technologie juridique combinant code de gouvernance et principe du *comply or explain* est adaptée à la gouvernance d'entreprise du fait de la grande liberté d'utilisation qu'elle permet. Or, paradoxalement, cette liberté d'utilisation n'est pas utilisée, les taux de conformité sont très élevés et les explications peu courantes et de qualité médiocre (Cf. recommandation de 2014 de la commission européenne sur la qualité des informations). Est-ce que les codes évoluent suffisamment souvent pour accompagner les évolutions nécessaires (innovation) ? Ou y-a-t-il d'autres explications à cet apparent paradoxe ? Les codes de gouvernance constituent un moyen de régulation peu coûteux à la fois directement (coût de production) et indirectement (coût de mise en oeuvre). En effet, les recommandations sont assez générales, favorisant ainsi la mise en conformité, ce qui pose la question du degré d'exigence de ces recommandations. De plus, il est difficile d'évaluer dans le cadre de ce type de régulation l'écart entre les déclarations de conformité et la réalité, posant la question des outils de mesure de l'effectivité (audit indépendant, mise en place de labels et de certifications ?).

Conclusion : limites de l'analyse coûts-bénéfices et pistes de recherche

Un certain nombre d'auteurs commencent à prendre position en faveur d'une technologie juridique plus contraignante, sous forme de lois, pour pallier les carences du système légal (de Jong *et al.*, 2004), notamment pour les pays qui accordent une large priorité à l'intérêt des actionnaires (Cuervo, 2002). Plutôt qu'un modèle fondé sur le développement de codes de bonne gouvernance facultatifs, ces auteurs conseillent d'utiliser la loi ou les mécanismes formels de contrôle du marché, ou encore de réguler la gouvernance sur le modèle de la régulation des services financiers (Dewing et Russell, 2004). D'autres pistes réglementaires sont également à étudier. En ce sens, l'analogie avec les régulations dans les champs de la RSE peut être féconde.

En effet, l'analyse coûts-avantages proposée dans ce travail est faite en comparaison d'une régulation étatique, afin d'analyser les coûts, et en particulier les coûts d'opportunité par rapport à la « meilleure » alternative au code. En ce qui concerne les bénéfices, idéalement, il faudrait pouvoir estimer le consentement à payer des acteurs privés et/ou publics pour une régulation sous la forme de la combinaison d'un code et du principe du *comply or explain* plutôt que pour une régulation dure. Or, d'une façon générale, la valeur monétaire associée à un changement de ce type est difficile à estimer. Plus généralement, le calcul économique des bénéfices est lié à la notion de bien-être, c'est donc une évaluation des bienfaits économiques et sociaux globaux qui doit être faite, plus large que le seul consentement à payer des investisseurs et des dirigeants-administrateurs (*via* la prise en charge des coûts de production des codes). Or les estimations des bénéfices et des coûts sont encore plus difficiles à faire du point de vue de l'intérêt public. En effet, aucun chiffrage n'existe sur le coût de production d'un code pour l'Etat ou pour une association professionnelle. En revanche, il existe des estimations des bénéfices tirés d'une meilleure gouvernance globale des entreprises cotées en bourse pour un pays, *via* une diminution des fluctuations agrégées. Mais ces éléments permettent difficilement de distinguer entre un ensemble d'entreprises bien gouvernées grâce à la technologie combinant code et principe du *comply or explain* et un autre qui relèverait d'une régulation étatique.

L'efficacité¹⁴⁹ de la technologie juridique portée par les codes doit donc être questionnée afin d'avoir une image plus complète de ces avantages et inconvénients. En effet, l'objectif

¹⁴⁹ L'efficacité se définit traditionnellement comme la confrontation des ressources dédiées avec les résultats obtenus.

poursuivi dans le cadre de notre exercice d'analyse coûts-bénéfices, à visée positive, est de répondre à la question : la technologie combinant code et principe du *comply or explain* permet-elle d'organiser le système économique de façon que les acteurs prennent les décisions qui se rapprochent le plus possible des décisions efficaces ? On revient donc à la question de l'efficacité et donc des finalités de ces codes. L'objectif est d'améliorer la qualité de la gouvernance des entreprises. Or, comme notre section 1 l'a mis en évidence, la qualité de la gouvernance est difficile à appréhender et définir en des termes autres que généraux (existence de contre-pouvoirs, qualité des informations transmises aux parties décisionnaires...), non seulement du fait des différents paradigmes en concurrence en matière de gouvernance d'entreprise, mais également au regard de la forte hétérogénéité caractérisant les entreprises. Cette difficulté explique le recours à une technologie juridique flexible dans sa production (codes) et dans son application (*comply or explain*). L'utilisation même de cette technologie juridique permet donc de redéfinir ce que l'on entend par gouvernance de qualité. Une entreprise a une gouvernance de qualité si :

- 1) elle se réfère à un code et en suit les recommandations ;
- 2) elle est en même temps capable d'adapter les recommandations au fonctionnement de l'entreprise si nécessaire et de justifier les modifications/déviations de sorte à avoir une gouvernance adéquate.

Le jugement porte alors, en définitive, sur la qualité des informations fournies relatives à la conformité au cadre de référence et à la qualité de l'adaptation lorsque nécessaire. La qualité du *reporting* se substitue à la qualité de la gouvernance ou l'englobe.

Références

- Adams, R. B., Hermalin B. E., and Michael S. Weisbach, 2010. "The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey", *Journal of Economic Literature*, 48,1, 58-107.
- Adams, R. B., D. Ferreira, 2007. "A theory of friendly boards", *The Journal of Finance*, 62, 1, 217-250.
- Adams R. B., P Funk, 2012. "Beyond the glass ceiling: Does gender matter?", *Management Science* 58,2, 219-235.
- Aglietta M., A. Rebérioux, 2004. *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel.
- Aguilera R.V. et Cuervo-Cazurra A. 2009. "Codes of good governance" *Corporate Governance: An International Review*, 17, 3, 376–387.
- Akerlof G., 1980. "A theory of social customs, of which unemployment may be one consequence", *Quarterly Journal of Economics*, 94,(4, 749–775.
- AMF, 2016. *Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans 10 pays européens*.
- Arcot S., Bruno V., Faure-Grimaud A., 2010. « Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?», *International Review of Law and Economics*, 30, 193-201.
- Arora S., Gangopadhyay S., 1995. "Toward a Theoretical Model of Voluntary Overcompliance", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 28, 3, 289-310.
- Bernstein L., 1996. "Merchant Law in a Merchant Court: Rethinking the Code's Search for Immanent Business Norms", *University of Pennsylvania Law Review*, 144, 1765.
- Bénabou R., J. Tirole, 2006. "Incentives and prosocial behavior", *American Economic Review*, 96, 5, 1652–1678.
- Bernheim B.D. 1994. "A theory of conformity", *Journal of Political Economy*, 102, 5, 841–877.
- Banerjee A.V. 1992. "A simple model of herd behavior", *Quarterly Journal of Economics*, 107, 3, 797–817.
- Bebchuck L.A., J. M. Fried, 2004. "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation", *Harvard University Press*.
- Beneish M. D., R. Chatov, 1993. "Corporate Codes of Conduct: Economic Determinants and Legal Implications for Independent Auditors", *Journal of Accounting and Public Policy*, 12, 3-35.
- Benson B., 2012. "The Law Merchants Story: How Romantic Is It?", In *Law, Economics and Evolutionary Theory*, Galf Calliess and Peer Zumbansen (eds), London, Edward Elgar.

- Bhagat, S. and Bolton, B. 2008. "Corporate Governance and Firm Performance", *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.
- Bhagat, S. and Bolton, B. 2013. "Director Ownership, Governance and Performance", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 48, 1, 105-135.
- Blair, M., 1995. *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, Washington DC, Brookings.
- Blair M., L. Stout, 1999. "A Team Production Theory of Corporate Law", *Virginia Law Review*, 85, 247-328.
- Boncori A-L., I. Cadet, 2013. « Le comply-or-explain, un avatar de l'accountability », *Revue Française de Gestion*, 8, 237, 35-55.
- Brown, R., 2007. "Corporate Governance, the Securities and Exchange Commission, and the Limits of Disclosure", *Catholic University Law Review*, 57, 45-92.
- Cavaco S., E. Challe, P. Crifo, A. Rebérioux, G. Roudaut, 2016. "Board independence and operating performance: Analysis on (French) company and individual data", *Applied Economics*, 48, 52, 5093-5105.
- Cheffins B. 2003. *The Trajectory of (corporate law) scholarship*, CUP.
- Cheffins, B., 2015. "The Team Production Model as a Paradigm", *Seattle University Law Review*, 38, 397-432.
- Commission Européenne, 2014. "Recommandation de la Commission du 9 avril 2014 sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise («appliquer ou expliquer») », 2014, *Journal Officiel de l'Union Européenne*.
- Conseil d'Etat, 2013. *Le droit souple - étude annuelle 2013*, n° 64, Collection « Les rapports du Conseil d'État » (ancienne collection « Études et documents du Conseil d'État », EDCE).
- Cooter R. D., 1996. "The theory of market modernization of law", *International Review of Law and Economics*, 16, 141-172.
- Cuervo A., 2002. "Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control", [Corporate Governance: An International Review](#), 10, 2, 84-93.
- Deakin, S., G. Slinger, 1997. "Hostile Takeovers, Corporate Law, and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Society*, 24, 124–151.
- DeJong A., D.V. DeJong, G. Mertens, C. E. Wasley, 2005. "The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from The Netherlands", *Journal of Corporate Finance*, 11, 473-503.
- Del Brio, E. B., Maia-Ramires, E. and Perote, J., 2006. "Corporate governance mechanisms and their impact on firm value", *Corporate Ownership and Control*, 4, 25–36.

- Deumier P., 2002. *Le droit spontané*, Economica, Paris.
- Duchin R., Matsusaka J., Ozbas O, 2010. « When are outside directors effective? », *Journal of Financial Economics*, 96, 2, 195-214.
- Dewing I. P., Russell P. O. 2004. "Regulation of UK Corporate Governance: Lessons from Accounting, Audit, and Financial Services", *Corporate Governance: An International Review*, 12, 1, 107-115.
- Ellickson R. C. 1991. *Order Without Law: How Neighbors Settle Disputes*, Harvard University Press.
- Ellickson R. C. 1998. "Law and Economics Discovers Social Norms", *Journal of Legal Studies*, 27, 2, 537-552.
- Faleye, O., Hoitash, R. and Hoitash, U., 2011. "The costs of intense board monitoring", *Journal of Financial Economics*, 101, 1, 160-181.
- Fama, E.F., 1970. "Efficient capital market: a review of theory and empirical works", *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fasterling B., 2012. "Development of Norms Through Compliance Disclosure", *Journal of business ethics*, 106, 1, 73-87.
- Fasterling B., Duhamel J-C., 2009. « Le Comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *Revue internationale de droit économique*, 23, 2, 129-157.
- Fernandez-Rodriguez E., Gómez-Ansón, S. and Cuervo-García, Á., 2004. "The stock market reaction to the introduction of best practices codes by Spanish firms", *Corporate Governance: An International Review*, 12, 29-46.
- Ferreira D., 2010. "Board Diversity", Chapter 12 in *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, Anderson, R. and H.K. Baker (eds.), John Wiley & Sons, 225-242.
- Flückiger A. 2005. « La loi Damoclès », in *Mélanges en l'honneur de Pierre Moor: théorie du droit, droit administratif, organisation du territoire*, Berne 2005, 233-248
- Flückiger A. 2009. « Pourquoi respectons-nous la soft law ? Le rôle des émotions et des techniques de manipulation », *Revue européenne des affaires sociales*, 47, 144, 73-103
- Frydman B., G. Lewkowicz, 2012. « Les codes de conduite, source du droit global », working paper du Centre Perelman de Philosophie du Droit n°2012/02, 25 p.
- Gehrig T., P. J. Jost, 1995. "Quacks, Lemons, and Self-Regulation: A Welfare Analysis", *The Journal of Regulatory Economics*, 7, 9, 309-325.

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: An International Review*, 14, 5, 432-445.

Greif A., P. Milgrom, B. R. Weingast, 1994. "Commitment, Coordination, and Enforcement: The Case of the Merchant Guilds", *Journal of Political Economy*, 102, 745-776.

Grolleau G., N. Mzoughi, L. Thiébaud, 2004. "Les instruments volontaires : un nouveau mode de régulation de l'environnement », *Revue internationale de droit économique*, 18, 4, 461-481.

Hadfield G. K., B. R. Weingast, 2012. "What is law? A coordination model of the characteristics of legal order", *Harvard Journal of Legal Analysis*, 4, 471.

Hadfield G. K., B. R. Weingast, 2013. "Law without the State: Legal Attributes and the Coordination of Decentralized Collective Punishment", *Journal of Law and Courts*, 1, 3-34.

Hermalin B. E., Weisbach M. S., 1998. "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO", *American Economic Review*, 88, 1, 96-118.

Hopt K. J., 2011. "Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation", *American Journal of Comparative Law*, 59, 1, 1-73.

Jensen M., K. Murphy, E. Wruck, 2004. "Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them", Harvard NOM Working Paper n°04-28; ECGI - Finance Working Paper n°44/2004. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=561305>

Jo, H. and Harjoto M.A., 2011. "Corporate governance and firm value: the impact of corporate social responsibility", *Journal of Business Ethics*, 103, 351-383.

Kahan D. M. 1996. "What Do Alternative Sanctions Mean?", *The University of Chicago Law Review*, 63, 2, 591-653.

Kahan D. M., E. A. Posner, 1999. "Shaming White-Collar Criminals: A Proposal for Reform of the Federal Sentencing Guidelines", *Journal of Law and Economics*, 42, 1, 365-391.

Kaplow L. 2000. "General Characteristics of Rules", in Bouckaert & DeGeest (eds), *Vol. IX : Production of Legal Rules, Encyclopedia of Law and Economics*, Edward Elgar, 502-528.

Khanna M., 2001. "Non-mandatory Approaches to Environmental Protection", *Journal of Economic Surveys*, 15, 3, 291-324.

Khanna M., Damon L., 1999. "EPA's Voluntary 33/50 Program: Impact on Toxic Releases and Economic Performance of Firms", *Journal of Environmental Economics and Management*, 37, 1, 1-25.

Klein A., 1998. "Firm Performance and Board Committee Structure", *The Journal of Law and Economics*, vol.16, 275-303.

- Krambia-Kapardis M., Psaros J., 2006. « The Implementation of Corporate Governance Principles in an Emerging Economy: a critique of the situation in Cyprus », *Corporate Governance, An International Review*, 14, 2, 126-139.
- Krüger, P., 2010. Corporate Social Responsibility and the Board of Directors. *Working paper*.
- Laffont J.J., Tirole J. 1993. *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, MIT Press.
- Leuz, Christian and Wysocki, Peter D., 2015. "The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research" European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 306/2016; Chicago Booth Research Paper No. 16-03.
- MacNeil I., Li X., 2006. "Comply or explain': Market discipline and non-compliance with the combined code", *Corporate Governance: An International Review*, 14, 5, 486-496.
- Matthey B., 1996. « La révision de la LPE dans la perspective de l'économie et des entreprises », *Droit de l'environnement dans la pratique*, p. 588.
- Miller J. 1985. "The FTC and Voluntary Standards: Maximizing the Net Benefits of Self-regulation", *The Cato Journal*, 4, 897-903.
- Nerantzidis M. 2015. "Measuring the Quality of 'Comply or Explain' Approach: Evidence from the Implementation of the Greek Corporate governance code", *Managerial Auditing Journal*, 30, 4/5, 373-412.
- Nguyen, B.D., K. M. Nielsen, 2010., "The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Death.", *Journal of Financial Economics*, 98, 3, 550-67.
- Nowak, E., Rott, R., Mahr, G., 2004. "Rating boersennotierter Unternehmen auf Basis des Deutschen Corporate Governance Kodex-Eine empirische Untersuchung zur Akzeptanz und Qualitaet seiner Umsetzung in der Praxis", *Die Wirtschaftspruefung*, 18, 998-1010.
- Okike, E. N. M., (2007. "Corporate governance in Nigeria: The status quo, *Corporate Governance: An International Review*, 15, 173-93.
- Ogus A. 1995. "Rethinking Self-Regulation", *Oxford Journal of Legal Studies*, 15, 97-108.
- Ogus A. 2000. "Self-Regulation", in B. Bouckaert et G. De Geest (eds.), *Encyclopaedia of Law and Economics, Vol. IX : Production of Legal Rules*, Edward Elgar, 587-602.
- O'Shea, N. 2005. "Governance how we've got where we are and what's next", *Accountancy Ireland*, 37, 33.
- Osterloh M., B. Frey, 2006. "Shareholders Should Welcome Knowledge Workers as Directors", SSRN: <http://ssrn.com/abstract=900344>
- Paillusseau J., 1999. « Entreprise, société, actionnaires, salariés, quels rapports ? », *Chronique, Recueil Dalloz*, 157-166.

Parachkevova I., 2010. « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées : de la morale à la réforme », *Revue internationale de droit économique*, 24, 2, 241-258.

Peltzman S. 1976. "Towards a More General Theory of Regulation", *Journal of Law and Economics*, 19, 211-40.

Poulle J-B., 2011. *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe 'se conformer ou expliquer' en droit boursier*, Edition L'Harmattan, collection Entreprises et Management, Paris.

Paillusseau, J. 1999. 'Entreprise, société, actionnaires, salariés, quels rapports ?', *Chronique*, Recueil Dalloz, 157-66.

Posner R. A. 1974. "Theories of Economic Regulation", *Bell J. of Economic and Management Science*, 5, 335-58.

Posner E., 2000. *Law and Social Norms*, Cambridge Mass.

Posner E., 2007 (éd.). *Social Norms, Non Legal Sanctions, and the Law*, Cheltenham, Northampton.

Reaz, M. and Hossain, M. 2007. "Corporate governance around the world: An investigation", *Journal of American Academy of Business*, Cambridge, 11, 169-75.

Refait-Alexandre C., J-C. Duhamel, B. Fasterling, 2014. « La recherche de légitimité par la conformité aux codes de gouvernance d'entreprise : une analyse des déclarations de conformité des sociétés françaises du SBF 120 », *Management & Avenir*, 3, 69, 32-51.

Riskmetrics, 2009. *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*.

Rubin P. H., 1982. "Common Law and Statute Law". *Journal of Legal Studies*, 11, 2, 205-223.

Segerson K., Miceli, T.J., 1998. "Voluntary Environmental Agreements: Good or Bad News for Environmental Protection?", *Journal of Environmental Economics and Management*, 36, 109-130.

Smith A., 1759 [1976]. *Theory of Moral Sentiments*. Indianapolis, Liberty Classics.

Spence M., 1974. *Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes*, Harvard University Press

Stigler G. J. 1971. « The Theory of Economic Regulation », *Bell J. of Economic and Management Science*, 2, 1, 3-21.

Stigler G.J., C. Friedland, 1962. "What Can Regulators Regulate? The Case of Electricity", *Journal of Law and Economics*, 5, 1-16.

Tirole J., 2006. *The Theory of Corporate Finance*, Princeton: Princeton University Press.

Videras J., Alberini A., 2000. "The Appeal of Voluntary Environmental Programs: Which Firms Participate and Why?", *Contemporary Economic Policy*, 18, 4, 449-461.

Weir, C., and Laing, D. 2000." The performance-governance relationship: The effects of Cadbury compliance on UK quoted companies". *Journal of Management and Governance*, 4, 265-281.

Wintoki M., Linck, J. and Netter, J. (2012), "Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, 105, 3, 581-606.

Chapitre 6 – Effectivité des codes de gouvernance privés et droit international privé

Laurence Usunier (Université de Cergy-Pontoise, LEJEP)

De prime abord, il peut sembler douteux qu'une étude sur la mise en œuvre des codes de gouvernance privés doive présenter un volet de droit international privé, car la source privée de ces codes, en même temps que la large place faite au principe d'autonomie en droit international privé contemporain, paraissent exclure toute difficulté liée à leur applicabilité dans l'espace. Dès lors que l'autorité de ces instruments est fondée sur la volonté des entreprises qui les ont adoptés de s'imposer à elles-mêmes les règles qui y figurent, il apparaît effectivement superflu de s'interroger sur leur applicabilité dans les rapports internationaux en termes de conflits de lois. Nul besoin de s'intéresser, par exemple, à la localisation du siège de la société ou à celle de ses activités pour pouvoir conclure à l'applicabilité d'un code donné à une entreprise donnée : si ledit code a été librement choisi par l'entreprise en question, il lui est applicable, sans qu'il soit nécessaire de s'en expliquer davantage. De manière significative, certains auteurs analysent d'ailleurs la montée en puissance de cette forme particulière de *soft law* que constituent les codes de bonne conduite, dans le sillage de la *corporate governance* et de la responsabilité sociale des entreprises (RSE), comme une conséquence de la mondialisation. Selon cette analyse, la globalisation des échanges a généré une concurrence des systèmes ayant mené, selon le phénomène bien connu du nivellement par le bas¹⁵⁰, sinon à une dérégulation complète, du moins à « une baisse tendancielle de la pression juridique exercée sur les entreprises »¹⁵¹. L'émergence des codes de conduite privés est alors apparue comme le remède à cette érosion du rôle régulateur des Etats à l'échelle internationale. Mais le mouvement, devenu lame de fond, peut simultanément apparaître comme le symptôme et le symbole de ce déclin du pouvoir de contrôle normatif que les Etats exerçaient traditionnellement sur les entreprises, car il rappelle à quel point la régulation du

¹⁵⁰ Sur lequel, v. not. W. L. Cary, « Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware », *Yale Law Journal*, 1974, vol. 83, p. 663 et s. ; A. Ogus, « Competition Between National Legal Systems: A Contribution of Economic Analysis to Comparative Law », 48 *ICLQ* 405 (1999).

¹⁵¹ B. Frydman, « Stratégies de responsabilisation des entreprises à l'heure de la mondialisation », in T. Berns et al., *Responsabilités des entreprises et corégulation*, Bruylant, 2007, p. 7.

comportement des entreprises, du moins des plus grandes d'entre elles, ne peut aujourd'hui plus relever que de leur propre « sens de la responsabilité ». De manière générale, l'expansion des codes de conduite privés pourrait ainsi apparaître comme le signe d'un dépassement des droits étatiques, nationaux et territoriaux, reléguant au passage les règles de conflit de lois qui servaient traditionnellement à délimiter les domaines respectifs des lois étatiques au rang de simples curiosités intellectuelles.

En réalité, cependant, l'étude de la mise en œuvre des codes de gouvernance privés dans un contexte international fait surgir diverses interrogations liées au droit international privé. Ces interrogations sont liées aux spécificités que présentent les codes de gouvernance privés par rapport aux autres types de codes de conduite que les entreprises sont susceptibles d'adopter pour autoréguler leur propre comportement sur les questions les plus diverses (pratiques commerciales, sociales, environnementales, numériques, etc.) Ces spécificités tiennent, en premier lieu, au fait que l'élaboration et la mise en œuvre des codes de gouvernance sont plus institutionnalisées que celles des autres types de codes de conduite privés. A la différence des autres codes de conduite privés, les codes de gouvernance présentent une forte dimension nationale, tant dans leurs modes d'édiction que dans les modalités de leur sanction. Il en résulte des interrogations tenant au champ d'application dans l'espace de ces codes dans les situations internationales – groupe de sociétés dont les filiales seraient implantées dans des Etats différents, société unique dont le siège réel et le siège statutaire seraient localisés dans des Etats différents, ou bien encore société exclusivement implantée dans un seul et même Etat, mais dont les titres seraient admis aux négociations sur les marchés d'un autre Etat – qui consistent notamment à savoir si les sociétés sont véritablement libres de se référer au code de gouvernement d'entreprise de leur choix, ou si elles sont tenues de se référer au code d'un Etat donné. Et ces interrogations sont d'autant plus délicates à trancher que la spécificité des codes de gouvernance réside également, en second lieu, dans la double nature de ces codes. Instruments de bonne gouvernance des sociétés au service du bon fonctionnement des marchés financiers, les codes de gouvernement d'entreprise participent autant du droit des sociétés que du droit des marchés financiers. Il en découle, en droit international privé, une hésitation quant au critère de rattachement à retenir pour déterminer l'ordre juridique à consulter pour identifier le code applicable à une société et les sanctions encourues en cas de non respect de ses dispositions. Convient-il en effet de faire prévaloir une logique de droit des sociétés et de se référer en conséquence à la *lex societatis*, c'est-à-dire à la loi du pays d'établissement de la société, qui régit traditionnellement la constitution, l'organisation et le fonctionnement de la personne morale ? Ou est-il préférable d'emprunter une logique de droit des marchés financiers, et le code applicable dépendra alors des règles du pays au sein duquel les titres de la société sont admis aux négociations sur un marché réglementé ?

Pour répondre à ces diverses interrogations, il est nécessaire de distinguer celles qui tiennent à l'identification du code de gouvernance applicable à la société (I) de celles liées à l'identification de la sanction du code de gouvernance applicable à la société, dans l'hypothèse où les dispositions de ce code n'auraient pas été respectées (II).

I. Une première difficulté naît du fait qu'à la différence de bien d'autres codes de conduite, qui sont élaborés directement par une entreprise ou par un groupe d'entreprises et apparaissent ainsi comme extra-étatiques, voire transnationaux¹⁵², les codes de gouvernance sont généralement édictés à l'échelle nationale et au terme d'un processus d'élaboration collectif et concerté, au moins indirectement mis en musique, dans bien des cas, par les pouvoirs publics de l'Etat en question¹⁵³. Certains sont ainsi produits par des organismes professionnels représentant les entreprises elles-mêmes, comme l'illustre en France le Code AFEP-MEDEF¹⁵⁴, d'autres par des commissions *ad hoc* comprenant à la fois des représentants des entreprises et/ou des investisseurs et des experts d'horizons divers, tel le code de gouvernance de référence en Allemagne¹⁵⁵, voire des représentants des autorités de marché ou de régulation, tel le code de gouvernance britannique¹⁵⁶. Dans tous ces cas de figure, le code qui en résulte, loin d'apparaître comme a-national ou transnational, peut alors être considéré comme le code de gouvernance de l'Etat au sein duquel il a été élaboré¹⁵⁷. Plus

¹⁵² Pour une typologie des divers types de codes de conduite, v. not. B. Frydman et G. Lewkowicz, « Les codes de conduite : source du droit global ? », in I. Hachez et al. (dir.), *Les sources du droit revisitées*, vol. 3, *Normativités concurrentes*, Anthemis, 2012, p. 179, spéc. P. 186 s., qui observent que les codes de conduite se caractérisent moins par leur source privée ou extra-étatique que par leur caractère non contraignant, de codes d'éthique, voire « d'étiquette », dans la mesure où ils constituent « avant tout de simples « propositions » auxquelles les destinataires potentiels peuvent librement choisir d'adhérer ou non » (p. 195).

¹⁵³ Pour un panorama, v. not. AMF, *Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans dix pays européens*, 30 mars 2016, p. 11 s.

¹⁵⁴ Le Code AFEP-MEDEF, principal code de gouvernance français, a été, comme son nom l'indique, élaboré par l'Association française des entreprises privées et le Mouvement des entreprises de France. Depuis 2013, les révisions du code donnent cependant lieu à une consultation des acteurs du secteur – pouvoirs publics, associations d'actionnaires, agences de conseil en vote, etc. La dernière version du Code, publiée en novembre 2016, a en outre été réalisée pour la première fois au terme d'une consultation publique effectuée au moyen d'un site Internet dédié, qui a permis à l'ensemble des intéressés d'exprimer leur point de vue.

¹⁵⁵ La *Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*, créée à l'initiative du ministère de la Justice allemand en 2001, est effectivement composée de membres divers mêlant notamment représentants des investisseurs et des émetteurs, représentants syndicaux et universitaires.

¹⁵⁶ Le *Code of Best Practice*, notamment, première version du code de gouvernance de référence en droit anglais, publié en 1992, a effectivement été élaboré par une commission présidée par Sir Adrian Cadbury et composée à l'initiative du *London Stock Exchange*, de l'association représentant la profession comptable britannique et du *Financial Reporting Council*, régulateur indépendant en charge de promouvoir la bonne gouvernance des entreprises et la transparence de leurs déclarations comptables et financières au Royaume-Uni. Sur ce point, v. not. J.-B. Poulle, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise, Le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, L'Harmattan, 2011, n° 215.

¹⁵⁷ Dans beaucoup d'Etats, il n'existe d'ailleurs qu'un seul code de gouvernance à destination des sociétés cotées de l'Etat en cause. Sur ce point, v. not. AMF, *Etude comparée...*, préc., p. 11.

rarement, le code est le fruit du travail de sociétés savantes – ce qui pourrait lui imprimer un caractère plus transnational. Tel est le cas aux Etats-Unis des *principles of corporate governance*, élaborés par l’*American Law Institute* et l’*American Bar Association*. Ces sociétés savantes étant elles-mêmes clairement identifiées comme américaines, le code qu’elles ont produit a cependant conservé une coloration nationale, davantage que transnationale. Plus rarement encore, un code de gouvernance peut être le fruit des travaux d’une organisation internationale, tels les principes de gouvernement d’entreprise de l’OCDE, publiés pour la première fois en 2004 et révisés régulièrement depuis lors. Mais ces principes s’adressent alors moins aux entreprises qu’aux Etats, auxquels ils offrent une série de recommandations et de lignes directrices susceptibles de guider leurs politiques en matière de gouvernement d’entreprise.

En toute hypothèse, il existe donc des codes de gouvernance différents, d’un Etat à l’autre, et un lien explicite est fréquemment établi entre le code de gouvernance et l’Etat au sein duquel il a été élaboré. En témoignent notamment le code de gouvernance de référence en Allemagne, baptisé *Deutscher Corporate Governance Kodex* (ci-dessous *DCGK*)¹⁵⁸, et le code de gouvernance britannique qui, après avoir été désigné sous des appellations diverses sans connotation nationale particulière (*Code of Best Practice*, puis *Combined Code*), a récemment été rebaptisé *UK Corporate Governance Code (UKCGC)*¹⁵⁹. On est donc bien loin, avec ces codes de gouvernance variés et nettement rattachés à un Etat particulier – ou parfois, plus exactement, à une place financière particulière, dont le code de gouvernance apparaît comme la vitrine¹⁶⁰ – d’un droit global qui serait identique et universellement applicable en tous points de la planète.

1.1. Dans ces conditions, la question peut se poser de savoir si les entreprises, qu’elles présentent ou non une dimension internationale, sont tenues de se référer au code de gouvernance – ou à l’un des codes de gouvernance, lorsqu’il en existe plusieurs¹⁶¹ – d’un Etat

¹⁵⁸ Sur lequel, v. not. K. Deckert, « Le code allemand de gouvernement d’entreprise », JCP E 2013, 1640.

¹⁵⁹ Sur lequel, v. not. V. Magnier, « Le UK Corporate Governance Code », JCP E 2013, 1642.

¹⁶⁰ Tel est nettement le cas dans les pays, tel le Royaume-Uni (sur ce point, v. *infra*), où le respect du code de gouvernance est exigé par le biais d’une règle de marché, subordonnant l’accès à la place financière locale au respect du code de gouvernance local.

¹⁶¹ Il en va ainsi en France, où l’on peut trouver, outre le Code AFEP-MEDEF, le code de gouvernement d’entreprise publié pour la première fois en 2009 par l’association Middlednext, qui représente les sociétés cotées de valeur moyenne, ainsi que les *Recommandations sur le gouvernement d’entreprise* publiées pour la première fois en 1998 par l’Association française de gestion financière (AFG). Et certains auteurs (v. not. M. Germain et V. Magnier, *Traité de droit commercial*, vol. 2, *Les sociétés commerciales*, 20^e éd., 2014, p. 898) estiment que d’autres textes peuvent être considérés comme des codes de gouvernance en France, tel le rapport « Mieux gouverner l’entreprise » publié par l’Institut Montaigne en mars 2003, les travaux de l’Association nationale des sociétés par actions (ANSA) ou encore ceux de l’Institut français des administrateurs sur *La gouvernance des sociétés cotées*, parus en mai 2007. On peut penser aussi, plus récemment, au code de l’Association des dirigeants et

particulier, celui de leur siège, statutaire ou réel, ou celui du pays au sein duquel leurs titres financiers sont admis à la négociation sur un marché réglementé, ou si elles sont à l'inverse libres d'opter en faveur du code de n'importe quel Etat.

La réponse à cette question varie d'un Etat à l'autre. Dans certains Etats, une obligation pèse en effet sur certaines sociétés de se conformer à un code de gouvernance précis, ou de s'expliquer sur le non respect de tout ou partie des dispositions dudit code. Le code désigné est alors un code élaboré au sein de l'Etat en cause. Dans ces Etats, la souplesse de la règle « appliquer ou expliquer » (*comply or explain*) n'interdit pas aux sociétés de se référer à un code autre que celui désigné en tant que code de référence, mais la société devra alors s'expliquer sur ce choix. Tel est notamment le cas en Allemagne, où le code des sociétés impose à certaines catégories de sociétés de respecter le *DCGK* ou de s'expliquer sur la mise à l'écart de ses recommandations¹⁶². Dans cet exemple, le code de référence est désigné par la loi. Mais il peut aussi être désigné par une autorité de marché. Tel est le cas au Royaume-Uni, où le *Financial Conduct Authority* (équivalent britannique de l'AMF) exige des sociétés désirant que leurs titres soient cotés au *London Stock Exchange* de respecter un code de gouvernance précis : le *UKCGC*¹⁶³.

Même dans le cadre européen, il n'est cependant pas absolument obligatoire pour les Etats membres d'exiger le respect d'un code de gouvernance précis par les sociétés cotées sur leurs marchés, en désignant le code auquel ces sociétés devraient se référer. L'article 20 de la directive 2013/34/CE du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels de certaines formes d'entreprises, prévoit en effet uniquement que les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé doivent inclure dans leur rapport de gestion une déclaration relative au gouvernement d'entreprise, qui peut préciser soit le code auquel la société est soumise, soit celui qu'elle a volontairement décidé d'appliquer – et dans ces deux cas de figure, la société doit s'expliquer sur les dispositions du code en question auxquelles elle ne se conforme pas –, soit, si la société a décidé de n'appliquer aucune disposition d'un code de gouvernance, les raisons pour lesquelles elle a effectué ce choix. Une marge de manœuvre est ainsi laissée aux Etats membres, dont le législateur français a tiré parti pour

administrateurs d'entreprises (ADAE), publié en 2015 et spécialement destiné aux moyennes entreprises françaises. Sur ce code, v. not. P. Le Cannu, « Le code ADAE relatif à la gouvernance des entreprises moyennes françaises », *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 2, p. 118.

¹⁶² K. Deckert, « Le code allemand de gouvernement d'entreprise », préc., n° 9-10.

¹⁶³ V. Magnier, « Le UK Corporate Governance Code », préc., n° 9.

retenir une solution différente de celles retenues en droit allemand et en droit anglais¹⁶⁴. L'article L. 225-37-4, al. 1, n° 8, du Code de commerce permettent en effet la référence volontaire à un code de gouvernance¹⁶⁵, sans limiter les possibilités de choix de la société à un ou plusieurs codes déterminés. Dès lors que les titres financiers de la société sont admis aux négociations sur un marché réglementé, la disposition permet plus exactement à la société de choisir un code de gouvernement d'entreprise « *élaboré par les organisations représentatives des entreprises* ». En dépit de son libéralisme affiché, la disposition reflète pourtant l'ambiguïté des codes de gouvernance, du point de vue de leur applicabilité dans l'espace, dans la mesure où si le texte permet à première vue à la société de choisir en tant que code de gouvernance de référence n'importe quel code existant, elle exige tout de même que le code choisi ait été élaboré par les organisations représentatives des entreprises. Or ce choix de laisser aux seuls organismes représentatifs des entreprises émettrices le soin d'élaborer leur code de gouvernance est plutôt rare en droit comparé¹⁶⁶, et correspond bien évidemment au choix qui a été fait en France¹⁶⁷. Il apparaît ainsi que, même s'il ne le précise pas explicitement, le code de commerce français n'envisage en réalité que le choix d'un code de gouvernement d'entreprise français, sans doute moins par volonté d'encadrer ce choix, que parce que l'idée d'une société française choisissant un code de gouvernance étranger n'a pas même effleuré l'esprit de notre législateur.

La même ambiguïté est au demeurant perceptible au sein des codes de gouvernement d'entreprise français. Le Code AFEP-MEDEF, en particulier, ne précise pas clairement s'il vise les seules sociétés françaises ou s'il peut s'appliquer à des sociétés étrangères. Le texte est cependant manifestement pensé dans la perspective du droit français des sociétés, puisqu'il vient préciser la manière dont une société structurée sur le modèle – français – de la société anonyme à conseil d'administration doit être organisée et fonctionner. Le préambule du Code AFEP-MEDEF indique d'ailleurs explicitement qu'il a été écrit en contemplation des sociétés anonymes à conseil d'administration, et précise que des adaptations sont nécessaires pour l'appliquer aux « *sociétés anonymes à directoire et conseil de surveillance, ainsi [qu'aux] sociétés en commandite par actions* ». Le droit au sein duquel le code s'inscrit est donc

¹⁶⁴ Sur la singularité de cette solution, v. not. A. Couret, « Comply or explain : les destinées françaises du principe », *Bull. Joly Soc.* 2017, n° 3, p. 202.

¹⁶⁵ Soulignant qu'en pratique, les sociétés cotées n'ont guère eu d'autre choix que d'adopter le Code AFEP-MEDEF, le gouvernement les ayant averties, au cours de l'année 2008, qu'il le leur imposerait par voie législative si elles ne s'y soumettaient pas « volontairement », v. P. Didier et Ph. Didier, *Les sociétés commerciales*, Economica, 2011, n° 1265, p. 907.

¹⁶⁶ V. AMF, *Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans dix pays européens*, 30 mars 2016, p. 14.

¹⁶⁷ La toute dernière version du Code AFEP-MEDEF, publiée en novembre 2016, a certes été élaborée à la suite d'une consultation publique effectuée au moyen d'un site Internet dédié, qui a permis à l'ensemble des intéressés de s'exprimer sur les évolutions souhaitables du code. Il n'en demeure pas moins que le comité en charge de la rédaction du Code AFEP-MEDEF reste exclusivement composé de représentants des émetteurs.

manifestement le droit français des sociétés. Il en va d'ailleurs de même des codes étrangers. Ainsi le code de gouvernance de référence en Allemagne est-il construit dans la perspective du modèle allemand de société à directoire et à conseil de surveillance, ce qui s'exprime notamment par le fait qu'il vient préciser les rapports entre ces deux organes¹⁶⁸. Bien qu'en théorie, les situations des sociétés allemandes et françaises soient différentes, en pratique il est donc à peu près aussi difficile d'envisager une société française se référant au *DCGK* qu'une société allemande se référant au Code AFEP-MEDEF.

S'agissant de l'ordre juridique français, il en ressort, d'une part, qu'il n'est pas certain qu'il permette le choix d'un code de gouvernance étranger ; d'autre part, qu'à supposer qu'un tel choix soit permis par le droit français, le code choisi devrait être élaboré par un comité composé, au moins en partie, de représentants des entreprises ; enfin, qu'en toute hypothèse, il apparaît peu probable qu'une société soumise au droit français fasse le choix de se soumettre à un code de gouvernance étranger, car cela risquerait de conduire à des incohérences à chaque fois que le droit des sociétés étranger ayant inspiré le code de gouvernance choisi s'éloigne trop du droit des sociétés français.

De manière plus globale, il paraît possible d'affirmer, au vu des observations qui précèdent, qu'en toute hypothèse, parce que les codes de gouvernance sont pensés à la lumière du droit des sociétés d'un Etat donné et des structures sociétaires qu'il retient, il est délicat pour une société de se référer à un code de gouvernance élaboré en dehors de l'Etat dont la loi a régi sa constitution, quand bien même la loi de cet Etat ne désignerait pas *a priori* de code de gouvernance particulier en tant que code de référence.

Cette première conclusion appelle deux observations complémentaires.

En premier lieu, on peut penser, face à cette multiplicité de codes proposant des modèles de gouvernance variés, qu'une forme de concurrence entre codes de gouvernance est susceptible de s'instaurer, sur le modèle de la *regulatory competition* formalisé en droit des sociétés, en particulier aux Etats-Unis¹⁶⁹. Cette concurrence pourrait participer à l'efficacité des codes de gouvernance privés, en conduisant progressivement à un alignement de l'ensemble des codes sur celui prônant le meilleur modèle de gouvernance, c'est-à-dire le plus propice à garantir le succès des entreprises. En pratique, cependant, si une telle concurrence

¹⁶⁸ V. not. K. Deckert, « Le code allemand de gouvernement d'entreprise », préc., n° 26.

¹⁶⁹ V. not. W. L. CARY, « Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware », *Yale Law J.*, 1974, vol. 83, p. 663 ; R. ROMANO, « Law as Product : Some Pieces of the Incorporation Puzzle », *J. Law, Economics and Organization*, 1985, vol. 1, p. 225 ; du même auteur, « The State Competition Debate in Corporate Law », *Cardozo L. Rev.*, 1987, vol. 8, p. 709.

apparaît susceptible de se développer, c'est selon un schéma assez éloigné de celui que l'on observe en droit des sociétés, où la concurrence repose sur le choix que peuvent effectuer les fondateurs de sociétés entre les divers modèles de sociétés s'offrant à eux d'un droit étatique à l'autre. Or, s'agissant des codes de gouvernance, ni les sociétés elles-mêmes, ni leurs dirigeants, ni leurs actionnaires, ne disposent d'une faculté de choisir de manière parfaitement libre entre les divers codes existants d'un ordre juridique à l'autre, non seulement parce que certains Etats imposent le respect d'un code de gouvernance précis, élaboré au sein de leur ordre juridique, mais aussi parce qu'en tout état de cause, tous les codes de gouvernance sont pensés en référence à un modèle de société donné, dont les caractéristiques sont définies par un droit étatique donné, de sorte que leurs dispositions ne s'appliqueront pas aisément aux sociétés organisées différemment sur le fondement d'un autre droit. Si concurrence il y a, elle s'exerce donc en bloc, les sociétés choisissant en quelques sortes un « *package* », comprenant le droit des sociétés et le(s) code(s) de gouvernance offert(s) dans l'Etat A, ou bien dans l'Etat B, etc. Et l'on peut penser que le ou les codes de gouvernance desdits Etats, s'ils peuvent peser à la marge dans le choix des opérateurs, n'en constituent sans doute pas l'élément le plus central.

Si une forme de concurrence est susceptible de se développer, néanmoins, par le biais des codes de gouvernance, elle est davantage liée à la concurrence entre places financières qu'à la concurrence entre modèles nationaux de sociétés, et les opérateurs qu'il s'agit d'attirer ne sont pas tant les sociétés émettrices (ou leurs dirigeants ou actionnaires) que les investisseurs. Tel est du moins le cas dans les pays au sein desquels la référence à un code de gouvernance est rendue obligatoire par une règle de marché. Le respect d'un code de gouvernance donné, érigé en condition d'accès au marché financier local, est alors présenté comme une garantie, pour les investisseurs désireux d'acquérir des titres sur ce marché, que les sociétés qui y sont cotées se soumettent à des standards de gouvernance propices au respect de leurs intérêts. Tel est spécialement le cas au Royaume-Uni, s'agissant du *London Stock Exchange*¹⁷⁰. La concurrence qui s'exerce ainsi, par l'intermédiaire des codes de gouvernance, est une concurrence entre places financières tentant d'attirer à elles les investisseurs – plutôt qu'une concurrence entre Etats cherchant à attirer à eux les sociétés. Cette forme particulière de concurrence ne s'en exerce pas moins vivement, et explique sans doute qu'en dépit de la diversité persistante des codes de gouvernance, liée à celle des droits des sociétés, à l'échelle européenne et internationale, certains standards se soient tout de même imposés par le biais de ces codes, tel celui de l'administrateur indépendant¹⁷¹.

¹⁷⁰ Pour une illustration très nette, v. la préface d'A. Walmsley in P. Cronin and F. Murphy (ed.), *Corporate Governance for Main Market and AIM Companies*, publ. in association with London Stock Exchange plc, White Page, 2012.

¹⁷¹ Sur ce point, v. not. AMF, *Etude comparée...*, p. 31 s. V. aussi Recommandation 2005/162/CE de la Commission du 15 février 2005 concernant le rôle des administrateurs non-exécutifs et des membres du conseil de

En second lieu, on pourrait craindre que, de manière plus résiduelle, une concurrence interne ne s'exerce entre les codes existant au sein de l'ordre juridique dont le droit régit la constitution et le fonctionnement de la société (droit de l'Etat d'incorporation ou droit du siège de la société), à supposer qu'il existe en son sein plusieurs codes de gouvernance et qu'il permette aux sociétés de choisir librement le code s'appliquant à elles. Tel est le cas en France, où de multiples textes sont susceptibles d'être considérés comme des codes de gouvernement d'entreprise au sens de l'article L. 225-37-4, al. 1, n° 8, du Code de commerce. Outre le Code AFEP-MEDEF, on peut songer au Code Middlenext publié pour la première fois en 2009 et révisé en 2016, aux *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise* de l'AFG, au récent Code ADAE sur la gouvernance des entreprises de taille moyenne¹⁷², voire au rapport « Mieux gouverner l'entreprise » publié par l'Institut Montaigne en 2003, aux travaux de l'ANSA ou encore à ceux de l'IFA sur *La gouvernance des sociétés cotées* de 2007¹⁷³. Lorsqu'elle existe, cette forme de concurrence pourrait en théorie présenter un impact néfaste sur l'effectivité des codes de gouvernance de l'Etat en cause. En droit français, l'absence de précision donnée à L. 225-37-4, al. 1, n° 8, du Code de commerce quant au code de gouvernance à respecter pourrait ainsi fragiliser la règle « appliquer ou expliquer » à tel point, selon certains, que sa consécration ne serait qu'un simple trompe-l'œil¹⁷⁴. Le risque découle du fait que les textes susceptibles de répondre à la description de l'article L. 225-37-4, al. 1, n° 8, du Code de commerce édicte des prescriptions fort variées et parfois très éloignées. Pour ne citer qu'un exemple, avant la consécration partielle de la règle du *say on pay* par la Loi Sapin II du 9 décembre 2016, l'article 24 § 3 du Code AFEP-MEDEF (dans sa version datant de novembre 2015) posait une exigence d'une consultation de l'assemblée des actionnaires sur la rémunération des dirigeants que le code Middlenext ne prévoyait pas¹⁷⁵. On pouvait alors craindre que certaines sociétés ne soient tentées de se référer au Code Middlenext, plutôt qu'au Code AFEP-MEDEF, afin d'éviter ce contrôle de la rémunération de leurs dirigeants. Et pourtant, cette crainte n'apparaissait en 2015, aucune société française du CAC 40 ne se référait au Code Middlenext plutôt qu'au Code AFEP-MEDEF, tandis que 6% seulement des

surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance, JOUE n° L52 du 25 février 2005, p. 51.

¹⁷² Sur lequel v. not. P. Le Cannu, « Le code ADAE relatif à la gouvernance des entreprises moyennes françaises », *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 2, p. 118.

¹⁷³ En ce sens, v. not. M. Germain et V. Magnier, *Traité de droit commercial*, vol. 2, *Les sociétés commerciales*, 20^e éd., 2014, p. 898 ; et sur ces codes, v. *supra*, note 9.

¹⁷⁴ En ce sens, v. V. Magnier, « Le principe « se conformer ou expliquer », une consécration en trompe-l'œil ? », *JCP E* 2008 n° 23, act. 280.

¹⁷⁵ V. *Code de gouvernement d'entreprise*, Middlenext, sept. 2016, R13, p. 27-28.

sociétés françaises du SBF 120 avaient choisi le Code Middledenext plutôt que le Code AFEP-MEDEF¹⁷⁶.

1.2. Une seconde question est de savoir, lorsque l'adhésion à un code de gouvernance est rendue obligatoire dans un ordre juridique donné, soit par un mécanisme de marché (telle place boursière n'est accessible qu'aux sociétés se conformant à tel code de gouvernance), soit par la loi, quelles sociétés sont tenues de respecter cette exigence. Autrement dit, il s'agit de clarifier le champ d'application dans l'espace de l'obligation de se conformer à un code de gouvernance ou de s'expliquer sur sa mise à l'écart, lorsqu'une telle obligation existe.

Pour les codes de gouvernance dont le respect est rendu obligatoire par un mécanisme de marché, la réponse est simple à formuler : toutes les sociétés désirant accéder audit marché doivent se conformer au code ou s'expliquer sur la mise à l'écart de tout ou partie de ses dispositions, quand bien même ces sociétés n'auraient par ailleurs aucun lien avec l'Etat au sein duquel le marché est organisé. On en trouve un exemple en droit anglais, ordre juridique dans lequel l'effectivité du code de gouvernance de référence a été historiquement assurée, non par la loi ou le règlement, mais par un mécanisme de marché, toute société souhaitant que ses titres soient cotés sur le marché principal du *London Stock Exchange* devant s'engager à respecter, initialement le *Code of Best Practice*, puis le *Combined Code*, aujourd'hui le *UKCGC*¹⁷⁷. Tel semble également être le cas en Suède et en Finlande¹⁷⁸.

S'agissant des codes dont le respect est rendu obligatoire par la loi, la réponse à la question de savoir quelles sociétés sont concernées par cette obligation n'est *a priori* guère plus difficile à identifier. Les codes de gouvernance traitant de questions liées à l'organisation et au fonctionnement des sociétés, la question de savoir s'il faut se référer à tel ou tel code de gouvernance constitue elle-même une question d'organisation et de fonctionnement des sociétés. Elle devrait en conséquence être régie par la *lex societatis*¹⁷⁹. Tel paraît être le cas en

¹⁷⁶ V. AMF, *Rapport 2015 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de sociétés cotées*, p. 124.

¹⁷⁷ V. not. J.-B. Poulle, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise...*, préc., n° 223 ; V. Magnier, « Le UK Corporate Governance Code », préc., n° 9. Il en allait traditionnellement de même en droit américain : la loi américaine « [utilisant] comme levier l'inscription à la cote d'une bourse de valeurs (la Bourse de New York a ainsi été conduite à imposer aux sociétés cotées des standards en matière de corporate governance) » (H. Synvet, v° Sociétés, Rép. Dr. int., n° 167).

¹⁷⁸ Sur ce point, v. not. AMF, *Etude comparée...*, préc., p. 17-18 ; v. aussi *Statement of the European Corporate Governance Forum on Cross-border issues of Corporate Governance Codes*, 23 March 2009, p. 1.

¹⁷⁹ Sur ce point, v. not. H. Synvet, v° Sociétés, Rép. Dr. int., n° 99 s.

Allemagne, où le Code allemand des sociétés impose à certaines catégories de sociétés de se conformer au *DCGK*, visant ainsi vraisemblablement les seules sociétés régies par le code des sociétés allemand, et donc les seules sociétés soumises au droit allemand. Tel semble également être le cas en droit français, où l'obligation pour les sociétés cotées de se conformer au code de gouvernance auquel elles se sont volontairement référées ou de s'expliquer sur la mise à l'écart de certaines de ses dispositions est énoncée à l'article L. 225-37-4, al. 1, n° 8, du Code de commerce. Bien que l'obligation de se référer à un code de gouvernance soit limitée par le texte aux seules sociétés dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé, de sorte que l'élément déclencheur de l'obligation réside dans la cotation, l'obligation de se conformer à un code de gouvernance (ou de s'expliquer sur sa mise à l'écart) n'est effectivement pas prévue par le Code monétaire et financier, mais par le Code de commerce. Elle apparaît ainsi formellement comme une règle relative à l'organisation et au fonctionnement de certains types de sociétés françaises – les sociétés anonymes à conseil d'administration ou à conseil de surveillance – plutôt que comme une règle liée à l'organisation et au fonctionnement des marchés financiers français. Dès lors, la règle paraît viser les sociétés relevant du droit français, et non les sociétés cotées sur les marchés financiers français.

Ceci étant précisé, une première difficulté apparaît, si l'on considère que l'éventuelle obligation de se conformer à un code de gouvernance dépend de la *lex societatis*, qui tient à l'identification de cette loi. On sait en effet que la règle de conflit de lois en matière de sociétés n'est pas la même dans tous les Etats. Dans les pays de *common law*, les sociétés sont traditionnellement régies par la loi de leur Etat d'incorporation¹⁸⁰, autrement dit par la loi étatique en vertu de laquelle elles ont été constituées (« incorporées »). Dans les pays de tradition civiliste, la *lex societatis* est traditionnellement la loi du siège de la société. La question est alors de savoir si le siège auquel il convient de se référer est le siège statutaire de la société, c'est-à-dire le siège indiqué dans les statuts de la société, ou son siège réel, c'est-à-dire le lieu où se situe l'administration centrale de la société. La réponse à cette question diffère selon les Etats : ainsi le siège statutaire est-il retenu aux Pays-Bas, tandis que le siège réel prévaut en Allemagne¹⁸¹. En pratique, dans la mesure où la création d'une société fait souvent intervenir une autorité publique auprès de laquelle les statuts de la société seront enregistrés, le système de l'incorporation et le rattachement à la loi du siège statutaire conduisent à une solution identique, puisque les statuts de la société devront être enregistrés auprès de l'autorité de son siège statutaire¹⁸², qui agira en vertu de sa propre loi et ne pourra

¹⁸⁰ V. not. H. Synvet, *op. cit.*, n° 35.

¹⁸¹ H. Synvet, *op. cit.*, *ibidem*.

¹⁸² En droit français, v. P. Beder, v° Registre du commerce et des sociétés, Rép. dr. soc., n° 62.

donc enregistrer que les statuts d'un type de société connu de son droit¹⁸³. Le rattachement à la loi de l'Etat du siège réel de la société, en revanche, conduit à une solution différente, dès lors que siège statutaire et siège réel peuvent être localisés en des lieux distincts. S'agissant de déterminer si une société donnée a l'obligation de se référer à un code de gouvernance, ou si l'application d'un tel code constitue une simple faculté pour la société, il en résulte que, dans les pays adhérant à la théorie de l'incorporation, il appartient à la loi en vertu de laquelle la société a été constituée de dire si celle-ci doit se référer à un code de gouvernance, et le cas échéant lequel ; dans les pays adhérant au critère du siège statutaire, c'est la loi de ce lieu, tel qu'il a été fixé dans les statuts de la société, que l'on consultera afin de déterminer si celle-ci doit se référer à un code de gouvernance, et le cas échéant lequel ; dans les pays adhérant au critère du siège réel, enfin, c'est la loi de l'Etat dans lequel se situe l'administration centrale de la société qui sera consultée afin de savoir si celle-ci doit se conformer à un code de gouvernance, et le cas échéant lequel.

S'agissant plus précisément de la France, il convient de remarquer qu'une solution intermédiaire, à mi-chemin entre rattachement à la loi du siège statutaire et rattachement à la loi du siège réel, est retenue. L'article 1837 du Code civil énonce en effet « Toute société dont le siège est situé sur le territoire français est soumise aux dispositions de la loi française. Les tiers peuvent se prévaloir du siège statutaire, mais celui-ci ne leur est pas opposable par la société si le siège social est situé en un autre lieu » (v. aussi les termes quasiment identiques de l'article L. 210-3 du Code de commerce). Quoique la disposition soit délicate à interpréter, il en ressort, d'une part, que les sociétés sont régies par la loi du pays de leur siège¹⁸⁴ et, d'autre part, que le siège à prendre en compte est *a priori* le siège statutaire de la société¹⁸⁵. Les tiers peuvent toutefois, en cas de dissociation du siège statutaire et du siège réel de la société, se prévaloir du siège réel de la société – et par suite du droit qui lui correspond – si tel est leur intérêt. On sait cependant que, dans le cadre de l'Union européenne, cette faculté offerte aux tiers d'invoquer le droit du siège réel de la société est fermée si l'application de ce droit conduit à entraver la liberté d'établissement de la société¹⁸⁶. S'agissant des codes de

¹⁸³ H. Synvet, *op. cit.*, n° 88.

¹⁸⁴ En ce sens, v. not. Cass. com., 21 déc. 1987, n° 85-13.173, Bull. Civ. IV, n° 281 ; Rev. soc. 1988. 398, note H. Synvet. - Cass. com., 9 avr. 1991, n° 89-15.362, Bull. civ. IV, n° 123 ; Rev. soc. 1991. 746, note R. Libchaber ; Bull. Joly 1991. 589, note L. Faugérolas. - Cass. com., 19 mai 1992, n° 90-16.599, JDI 1992. 954, note P. Kahn. - Cass. com., 9 mars 1993, n° 91-11.003, Bull. civ. IV, n° 94. - Cass. civ. 1re, 8 déc. 1998, n° 96-19.514, Bull. civ. I, n° 345 ; Rev. crit. DIP 1999. 284, note M. Menjucq ; Rev. soc. 1999. 93, note Y. Guyon ; Bull. Joly 1999. 458, note M. Menjucq.

¹⁸⁵ H. Synvet, *op. cit.*, n° 40 s.

¹⁸⁶ V. not. CJCE, 9 mars 1999, aff. C-212/97, *Centros*, D. 1999. 590, note M. Menjucq ; Bull. Joly 1999. 705, note J.-P. Dom. – CJCE, 30 sept. 2003, aff. C-167/01, *Inspire Art*, D. 2004. 491, note E. Pataut ; JCP G 2004. II. 10002, note M. Luby ; Rev. crit. DIP 2004. 151, note H. Muir Watt.

gouvernance privés, on peut donc considérer qu'en droit français, la loi à consulter pour déterminer si une société doit se conformer à un code de gouvernance, et le cas échéant lequel, est en principe celle du siège statutaire de la société, sous réserve d'une éventuelle invocation par un tiers de la loi du siège réel de celle-ci, non constitutive d'une atteinte à la liberté d'établissement.

Dans les Etats qui admettent cette compétence de la *lex societatis* pour dire si une société donnée est tenue de se référer à un code de gouvernance, et si oui lequel, il en résulte également qu'au sein d'un groupe de sociétés, les diverses entités sociales composant le groupe peuvent être soumises à des codes de gouvernance différents si leurs sièges respectifs se trouvent dans des Etats différents. Ainsi que l'exprime parfaitement un auteur, « à l'unité économique du groupe ne répond pas la compétence d'une loi unique, qui serait celle de la société mère »¹⁸⁷. Dès lors, il n'appartient pas à la loi régissant la société mère de déterminer le code de gouvernance applicable à l'ensemble des filiales, mais à la loi du siège (ou de l'incorporation) de chaque société membre du groupe de dire si la société en question doit se référer à un code de gouvernance, et si oui lequel¹⁸⁸. On observera simplement qu'en pratique, ce cumul de codes de gouvernance ne devrait pas être systématique dans les groupes internationaux de sociétés, car les codes de gouvernance concernent essentiellement les sociétés cotées. Or, dans les groupes de sociétés, toutes les sociétés du groupe ne sont pas nécessairement cotées. Parfois, la société mère est cotée, mais ses filiales sont de taille plus modeste et ne font pas elles-mêmes appel public aux épargnants ou aux investisseurs. Dans un tel cas de figure, la société mère serait donc la seule à être éventuellement tenue de respecter un code de gouvernance.

Les solutions, on le voit, sont donc moins simples qu'elles ne pouvaient le sembler de prime abord. Leur complexité est accrue par la divergence des critères permettant de déterminer le code de gouvernement d'entreprise applicable, d'un système juridique à l'autre, qui est source de conflits potentiels entre codes. Supposons par exemple qu'une société ait son siège réel dans un pays adoptant le critère du siège réel et dont la loi rend obligatoire l'application de son code de gouvernance, telle l'Allemagne, et son siège statutaire dans un pays retenant le critère du siège statutaire et dont la loi rend également obligatoire l'application de son

¹⁸⁷ H. Synvet, *op. cit.*, n° 114.

¹⁸⁸ Sur les problématiques de fond que soulève la gouvernance des groupes de sociétés, v. not. J.-Ph. Roulet, « Du gouvernement d'entreprise de sociétés cotées à la gouvernance de groupe », *Cahiers dr. entr.* 2016, n° 2, p. 46.

propre code de gouvernance, tels les Pays-Bas¹⁸⁹. Une telle société serait simultanément tenue de respecter les dispositions du code de gouvernance allemand et celles du code de gouvernance néerlandais. De même, une société ayant son siège dans un pays dont la loi rend obligatoire le respect de son code de gouvernance, tels les Pays-Bas, et dont les titres seraient cotés au sein d'une bourse dont les règles de marché imposent le respect d'un autre code, telle la bourse de Londres, devrait tout à la fois respecter le code de l'Etat de son siège et celui du marché au sein duquel ses titres sont offerts à la négociation¹⁹⁰. Et à l'inverse, une société incorporée au Royaume-Uni et dont le pays de première cotation des titres serait les Pays-Bas ne serait tenue de respecter aucun code de gouvernance.

Outre que l'hypothèse d'une lacune paraît évidemment problématique en termes d'effectivité des codes de gouvernance, l'hypothèse d'une application cumulative à une même société de deux codes de gouvernance différents paraît également inquiétante, dans la mesure où le risque de conflit entre les dispositions des deux codes est loin d'être négligeable¹⁹¹, dès lors que les dispositions des codes de gouvernement d'entreprise diffèrent effectivement d'un Etat à l'autre, même s'il existe un socle de principes communs à tous les codes¹⁹².

La solution de tels conflits ne saurait résider dans l'élaboration d'un code de gouvernance transnational, commun par exemple à l'ensemble des sociétés cotées sur des marchés réglementés. A court terme du moins, une telle harmonisation ne paraît guère envisageable compte tenu de la diversité des modèles de sociétés nationaux et du lien intime qui unit, on l'a relevé, le contenu des codes de gouvernance et celui des législations nationales de droit des sociétés. La gravité de tels conflits doit cependant être relativisée à deux égards.

En premier lieu, les conflits potentiels entre codes de gouvernance pourraient être désamorçés dans le cadre européen par le droit de l'Union. Si une société se trouve simultanément tenue de respecter le code de gouvernance rendu obligatoire dans l'Etat membre de son siège réel et un autre code de gouvernance rendu obligatoire dans l'Etat membre de son siège statutaire, la société pourrait éventuellement, en s'inspirant de la

¹⁸⁹ Sur le fait que les Pays-Bas rendent leur code de gouvernance applicable aux sociétés ayant leur siège aux Pays-Bas, v. *Statement of the European Corporate Governance Forum on Cross-border issues of Corporate Governance Codes*, 23 March 2009.

¹⁹⁰ V. not. J.-B. Poulle, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise...*, préc., n° 320.

¹⁹¹ Rapp. A. Tenenbaum, « Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans 10 pays européens », *Banque & Droit* 2016, n° 167, p. 52, spéc. n° 6.

¹⁹² Sur l'étendue de ces divergences, v. not. AMF, *Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans dix pays européens*, 30 mars 2016.

jurisprudence *Centros*¹⁹³, invoquer une atteinte à sa liberté d'établissement pour résister à la sanction que les autorités de l'un des Etats membres chercheraient à lui imposer.

En second lieu, en dehors du cadre européen comme en son sein, lorsqu'une société qui respecte un premier code de gouvernance, par exemple celui de l'Etat de son siège, se trouve confrontée à l'obligation de respecter un autre code de gouvernance, par exemple celui du pays au sein duquel ses titres sont admis à la cotation sur un marché réglementé, le caractère peu contraignant des codes de gouvernance rend un tel conflit relativement aisé à gérer. En droit français, tout d'abord, la liberté que laisse l'article L. 225-37-4, al. 1, n° 8, du Code de commerce aux sociétés cotées de choisir le code auquel elles entendent se soumettre devrait logiquement permettre d'éviter, lorsqu'une société est déjà soumise à un code étranger, que l'ordre juridique français exige de surcroît le respect d'un code de gouvernance français. Mais même dans les ordres juridiques exigeant le respect d'un code particulier, la situation ne devrait pas être beaucoup plus problématique en pratique, dès lors que dans la plupart des systèmes, le non-respect d'une disposition du code de gouvernance applicable implique seulement de s'expliquer sur les motifs de la mise à l'écart de cette disposition¹⁹⁴. Dans ces conditions, il suffira à l'entreprise de choisir le code qu'elle entend suivre, soit de manière globale, soit question par question, et de s'expliquer sur la mise à l'écart des dispositions de l'autre code en invoquant précisément le cumul de codes auquel elle est soumise.

¹⁹³ CJCE, 9 mars 1999, aff. C-212/97, *Centros*, préc.

¹⁹⁴ Certes, dans certains Etats, la loi va au-delà de la règle appliquer ou expliquer et rend obligatoire les dispositions d'un code de gouvernance déterminé. Tel est le cas aux Etats-Unis depuis la loi Sarbanes-Oxley de 2002, qui rend obligatoire, sous peine de sanctions pénales, le respect par l'ensemble des sociétés cotées aux Etats-Unis, même étrangères, de règles de gouvernement d'entreprise qui relevaient auparavant des autorités de marché, tel le *New York Stock Exchange* ou le *NASDAQ* (sur ce point, v. not. N. Rontchevsky, « L'onde de choc des scandales financiers américains atteint l'Europe : l'effet extraterritorial du Sarbanes-Oxley Act du 30 juillet 2002 », RTD com. 2002. 700 ; P. Descheemaeker, « Nouvelle régulation internationale des sociétés cotées : les principales dispositions du Sarbanes-Oxley Act of 2002 », Bull. Joly 2003, n° 1, p. 5). Dans l'hypothèse où une société serait simultanément tenue de respecter formellement le droit américain, parce que cotée aux Etats-Unis, et de se conformer dans le cadre de la règle *comply or explain* à un code de gouvernance de l'Etat de son siège, en vertu de sa *lex societatis*, le conflit demeurerait simple à résoudre. Il suffirait alors à la société d'écarter toutes les dispositions du code de gouvernance de l'Etat de son siège qui sont incompatibles avec le droit américain, plus contraignant, et d'expliquer cette mise à l'écart par le souci d'éviter la sanction pénale aux Etats-Unis. La seule hypothèse de conflit réellement problématique est donc celle dans laquelle la société serait simultanément tenue de respecter deux codes de gouvernance rendus strictement obligatoires par deux Etats dont les droits lui sont simultanément applicables. On observera cependant que de telles hypothèses devraient demeurer particulièrement limitées, car les codes de gouvernance ne sont que très rarement strictement obligatoires. En outre, lorsqu'ils le sont, la loi tend à les éclipser, puisqu'elle en reprend alors le contenu plutôt que de renvoyer à ces codes (tel est le cas pour le *Sarbanes-Oxley Act*, par exemple). Le problème se réduit alors à un problème de conflits entre deux lois se voulant simultanément applicables, et ne se présente pas de particularité liée au fait que les lois ont été inspirées par des codes de gouvernance privés.

Il n'en demeure pas moins qu'un tel conflit compromettra inévitablement l'effectivité des codes, dans la mesure où il fournit une justification aisée aux entreprises ne souhaitant pas suivre les prescriptions de l'un ou l'autre code et leur permet de choisir de suivre le code le moins contraignant¹⁹⁵. Il pourrait en outre permettre un « dépeçage » de chacun des codes, qui entraînerait lui-même des risques d'opportunisme ou d'incohérence. C'est la raison pour laquelle il serait sans doute préférable que les régulateurs financiers des Etats membres considèrent que les sociétés placées dans ces situations de cumul ou de lacunes doivent respecter au moins un code de gouvernance de l'un des Etats membres avec lesquels elle présente un lien (du fait de leur établissement ou de la cotation de leurs titres sur le marché de l'un de ces Etats), mais qu'il est suffisant qu'elles respectent ce code et qu'elles s'expliquent, lorsque le code choisi n'est pas celui de l'Etat membre de l'autorité auteure du contrôle, sur les différences entre leurs pratiques de gouvernance et celles recommandées dans le code de cet Etat membre. C'est du reste dans un sens voisin que le Forum européen du gouvernement d'entreprise, créé à l'initiative de la Commission européenne en 2004¹⁹⁶, s'est prononcé dans une recommandation en date du 23 mars 2009¹⁹⁷. On observera que si, en théorie, le choix entre code de l'Etat d'établissement de la société et code de l'Etat de cotation de ses titres est possible, en pratique, le respect du code de gouvernance du pays d'établissement de la société paraît préférable pour cette dernière, dans la mesure où ce code est pensé à la lumière du droit régissant la constitution et le fonctionnement de la société en cause.

On le voit, des questions de droit international privé peuvent donc se poser s'agissant de déterminer le code de gouvernance applicable à une société, lorsque celle-ci présente une dimension internationale du fait de son implantation ou de ses activités. Mais d'autres questions de droit international privé sont susceptibles de s'élever lorsque l'on s'intéresse à l'effectivité des codes de gouvernance, car cette question implique de s'interroger sur la sanction de ces codes. Des questions de droit international privé se manifestent en effet à chaque fois que l'on s'interroge sur la portée que tel ou tel droit national entend conférer aux codes de gouvernance applicables aux entreprises.

¹⁹⁵ En ce sens, v. not. J.-B. Poulle, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise...*, préc., n° 269.

¹⁹⁶ Le mandat du Forum a expiré en 2011 : sur ce point, v. not. P. Cronin and F. Murphy (ed.), *Corporate Governance for Main Market and AIM Companies*, préc., p. 26.

¹⁹⁷ *Statement of the European Corporate Governance Forum on Cross-border issues of Corporate Governance Codes*, 23 March 2009, p. 2, proposant que les sociétés aient le choix entre le code de gouvernance de l'Etat membre de leur siège et le code de gouvernance de l'Etat de première cotation de leurs titres.

II. En dépit de la source privée et du caractère théoriquement non contraignant des codes de conduite privés, des mécanismes se mettent progressivement en place afin d'en assurer l'effectivité en sanctionnant, de manière plus ou moins stricte, le non-respect de leurs dispositions. On le sait, un mouvement de ce type est notamment observable en matière de RSE, qui passe entre autres choses par le développement de procédés de *reporting* non financier¹⁹⁸. En matière de codes de gouvernance, l'institutionnalisation de la sanction est un mouvement plus ancien et tout aussi net, de sorte que d'assez nombreux mécanismes ont d'ores et déjà été mis en œuvre et pourraient l'être à l'avenir afin de sanctionner le non-respect, par une société, du code de gouvernance qui lui est applicable. En matière internationale, la question se pose dès lors de savoir au sein de quel ordre juridique puiser la ou les sanctions attachées au non-respect des codes de gouvernance.

A priori, la logique porte à considérer que c'est le code de gouvernance lui-même, et le cas échéant le droit qui l'a rendu applicable à la société considérée, qui dicteront les sanctions encourues par la société en cas de non-respect du code. Il appartiendrait ainsi à la même loi de déterminer si un code de gouvernance est applicable à une société et les conséquences de l'éventuel non respect de ce code. A la réflexion, cependant, une telle solution ne devrait être pleinement observable que s'agissant des sanctions que le droit des sociétés et le droit des marchés financiers attachent à la violation des codes de gouvernance. Mais l'effectivité des codes de gouvernance privés pourrait passer par des mécanismes qui débordent ces branches du droit des sociétés, telle la responsabilité civile, et qui relèvent d'une règle de conflit de lois spécifique. Pourrait alors apparaître une déconnexion entre loi applicable afin de déterminer le code de gouvernance qu'une société doit observer et loi applicable à la sanction encourue en cas d'inobservation du code. Le phénomène peut surprendre mais il est en réalité fréquent en droit international privé, en général, et en droit international des sociétés, en particulier, où il est couramment admis que la *lex societatis* entre en concurrence avec d'autres lois sur certaines questions spécifiques, telle la loi de la faillite, la loi du marché financier, ou encore la loi du délit¹⁹⁹.

2.1. La sanction du non-respect du code peut d'abord être prévue par le code de gouvernance lui-même, et elle ne concerne alors bien évidemment que les sociétés soumises au code, que ce soit par leur propre volonté ou par le biais d'une norme (règle de marché ou *lex societatis*) leur imposant le respect du code. De telles sanctions sont par hypothèses peu coercitives,

¹⁹⁸ Sur lesquels, v. not. C. Malecki, *Responsabilité sociale des entreprises, Perspectives de la gouvernance d'entreprise durable*, LGDJ, 2014.

¹⁹⁹ Sur ce point, v. not. H. Synvet, *v° Sociétés*, Rép. Dr. int., n° 82 s.

puisque les codes de gouvernance eux-mêmes se veulent généralement non contraignants. Les entités ayant participé à leur élaboration prévoient cependant parfois une forme de « sanction » de leur éventuelle inobservation – et il faut ici comprendre la notion de sanction dans son sens le plus large, recouvrant tout type de conséquence attachée au non-respect d'une norme – en instituant une commission en charge, non seulement de la mise à jour, mais aussi du suivi de l'application du code²⁰⁰. Les sociétés contrôlées par cette commission sont alors, par la force des choses, les seules sociétés soumises au code. On peut en trouver une illustration en France avec le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, constitué en septembre 2013 à l'initiative de l'AFEP et du MEDEF pour assurer le suivi du Code AFEP-MEDEF. Aux termes de l'article 25 § 2 du code, les sociétés qui « se réfèrent » au Code AFEP-MEDEF « adhèrent » au HCGE pour le suivi de l'application du code. Et les rapports rendus en 2014, 2015 et 2016 par le Haut Comité le confirment, qui excluent de l'objet du rapport les sociétés étrangères²⁰¹, par hypothèse non soumises au Code AFEP-MEDEF (v. *supra*), ainsi que les sociétés ayant exclu l'application de ce code.

La sanction des codes de gouvernance peut également être organisée par le droit des sociétés, dans les ordres juridiques au sein desquels le respect d'un code de gouvernance est exigé par la loi. C'est alors la *lex societatis*, déjà consultée afin de déterminer si un code de gouvernance pouvait ou devait être respecté par la société, qui le sera également pour déterminer les sanctions propres au droit des sociétés qui s'attachent au non-respect du code. En droit français, par exemple, l'article L. 225-37-4, al. 1, n° 8, du Code de commerce assurent l'effectivité des codes de gouvernance, conformément à la règle « appliquer ou expliquer », en imposant aux sociétés cotées se référant à un code de gouvernement d'entreprise de s'expliquer sur les dispositions du code qu'elles ne respectent pas, et aux sociétés cotées qui ne se réfèrent à aucun code de s'expliquer sur ce choix, dans le cadre du rapport sur le gouvernement d'entreprise, prévu aux articles L. 225-37, al. 6, et L. 225-68, al. 6 du Code de commerce. Les actionnaires sont ainsi mis en mesure de sanctionner « politiquement » le non-respect du code de gouvernance partiellement ou totalement écarté en prenant les décisions leur semblant adéquates – et pouvant aller, le cas échéant, jusqu'à la révocation du président du conseil d'administration ou de surveillance – lors de leur assemblée générale. Ces dispositions sont logiquement applicables aux seules sociétés ayant leur siège en France et tombant de ce fait sous le coup du droit français des sociétés, et notamment de l'article L. 225-37-4, al. 1, n° 8, du Code de commerce.

²⁰⁰ Sur ce point, v. not. AMF, *Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans dix pays européens*, 30 mars 2016, p. 21-22.

²⁰¹ On peut supposer que par sociétés étrangères le rapport vise les sociétés dont le siège est à l'étranger.

Au-delà de cette sanction, largement théorique, par l'assemblée générale des actionnaires, des sanctions complémentaires et peut-être moins platoniques peuvent être attachées par le droit des sociétés au non-respect d'un code de gouvernance. En droit allemand, par exemple, le non-respect du *DCGK* peut entraîner la nullité de certaines délibérations des organes sociaux prises en contravention du code²⁰². La sanction concerne alors logiquement les seules sociétés soumises à l'obligation de respecter le *DCGK* par la loi allemande de l'Etat de leur siège.

En pratique, la sanction des codes de gouvernance est en outre fréquemment organisée par le droit des marchés financiers, dès lors que la fonction principale des codes de gouvernance est d'assurer le bon fonctionnement de ces marchés. Tel est spécialement le cas dans les pays, tel le Royaume-Uni, dans lesquels une règle de marché subordonne l'accès aux marchés financiers locaux au respect par la société émettrice d'un code de gouvernance donné. On retrouve alors une solidarité entre la règle ayant posé l'exigence de se conformer à tel ou tel code de gouvernance et la règle prévoyant les conséquences du non-respect de cette exigence. La « sanction », là encore modérément contraignante puisqu'elle repose généralement sur la règle « appliquer ou expliquer », prend alors la forme d'une sanction par le marché lui-même, c'est-à-dire par les investisseurs et non plus par les actionnaires. La règle « appliquer ou expliquer » implique en effet que l'éventuel non-respect par une société du code de gouvernance qui lui est applicable soit rendu public afin que les investisseurs, actuels ou potentiels, soient mis en mesure de sanctionner la violation du code en se détournant des titres de la société en question, dont le cours devrait dès lors baisser²⁰³.

C'est dans cette optique que paraît s'inscrire l'article L. 621-18-3 du Code monétaire et financier français, qui confie à l'AMF le soin de contrôler la bonne application des codes de gouvernance par les sociétés qui en relèvent, et de rendre un rapport annuel pointant les éventuelles défaillances dans l'application de ces instruments. L'AMF opère aujourd'hui ce contrôle à l'aune du principe du « *name and shame* »²⁰⁴, c'est-à-dire en désignant nominativement les sociétés auteures des divers manquements qu'elle relève. Le fait que la sanction ainsi organisée relève du droit des marchés financiers et du Code qui en régit l'organisation et le fonctionnement pourrait alors conduire à en délimiter le champ d'application dans l'espace selon la logique propre au droit des marchés financiers. L'AMF

²⁰² K. Deckert, « Le code allemand de gouvernement d'entreprise », préc., n° 13.

²⁰³ En ce sens, v. not. P. Durand-Barthez, « Le principe « appliquer ou expliquer » », Cahiers dr. entr. 2016, n° 2, p. 25, spéc. p. 26.

²⁰⁴ Mis en pratique par l'AMF de sa propre initiative depuis 2012 : v. *Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, p. 16 ; sur la singularité de cette pratique en droit comparé, v. AMF, *Etude comparée : les codes de gouvernement d'entreprise dans dix pays européens*, 30 mars 2016, p. 24.

ayant pour mission de surveiller, non pas les sociétés françaises cotées, en France ou ailleurs, mais les marchés financiers français, que les sociétés dont les titres sont échangés sur ces marchés soient françaises ou étrangères, l'article L. 621-18-3 du Code monétaire et financier pourrait concerner l'ensemble de ces sociétés. L'AMF aurait alors pour mission de surveiller la bonne application par les sociétés dont les titres sont cotés en France d'un code de gouvernance de référence, tel le Code AFEP-MEDEF, ou pour les sociétés étrangères de standards de gouvernance équivalents à ceux du code de référence. Pourtant, telle n'est pas la solution retenue par l'article L. 621-18-3 du Code monétaire et financier, puisque la disposition renvoie aux articles L. 225-37 et L. 225-68 du Code de commerce et précise explicitement qu'elle vise les seules sociétés ayant leur siège statutaire en France : « *Les personnes morales ayant leur siège statutaire en France et dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé rendent publiques les informations requises par les 6^e, 7^e et 9^e alinéas de l'article L. 225-37 du code de commerce et par les 7^e, 8^e et 10^e alinéas de l'article L. 225-68 ainsi qu'à l'article L. 226-10-1 du même code dans des conditions fixées par le règlement général de l'autorité des marchés financiers. Celle-ci établit chaque année un rapport sur la base de ces informations et peut approuver toute recommandation qu'elle juge utile.* » L'alinéa 2 retient le même critère du siège social statutaire en France pour les sociétés dont les titres sont offerts au public sur un système multilatéral de négociation, auxquelles l'AMF peut étendre l'obligation prévue à l'alinéa 1^{er}.

Le lien entre loi rendant applicable le code de gouvernance à la société contrôlée et loi prévoyant la sanction du code est ainsi maintenu : la loi française, après avoir imposé aux sociétés ayant leur siège en France – et relevant de ce fait du droit français des sociétés – de s'expliquer sur l'éventuelle mise à l'écart des dispositions du code de gouvernement d'entreprise auquel elles se réfèrent ou, le cas échéant, sur leur choix de ne se référer à aucun code, organise également, à l'égard de ces mêmes sociétés, la sanction du non-respect du code par l'AMF. Si elle paraît compréhensible, dans la mesure où il pourrait sembler délicat d'imposer à des sociétés étrangères le respect de standards de gouvernance français, la solution présente néanmoins l'inconvénient qu'elle conduit l'AMF à se désintéresser totalement du respect par les sociétés étrangères cotées en France du code de gouvernance dont elles relèvent.

Certes, en dépit des termes de l'article L. 621-18-3 du Code monétaire et financier, le dossier ANSA n° 04-015, mentionné dans les éditions annotées du code à la suite de l'article, indique que l'obligation prévue à l'article L. 621-18-3 s'impose également à toute société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé français, y compris les émetteurs étrangers. L'affirmation est cependant à nuancer s'agissant des codes de gouvernance. En effet, l'obligation d'information prévue à l'article L. 621-18-3 du Code monétaire et financier et contrôlée par l'AMF couvre des informations allant au-delà des données relatives au gouvernement d'entreprise (comptes financiers, gestion interne et gestion des risques, représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein du conseil d'administration de

l'entreprise, limitations aux pouvoirs du directeur général, etc.) Et l'article L. 451-1-2 du Code monétaire et financier, qui oblige les émetteurs de titres financiers à publier et à déposer auprès de l'AMF un rapport financier annuel, vise non seulement les émetteurs français mais aussi les émetteurs établis hors de France dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé français. Le texte laisse le soin au règlement général de l'AMF de préciser les émetteurs établis hors de France effectivement concernés par une telle obligation, et le règlement général de l'AMF précise, dans son article 222-1, que l'AMF contrôle les informations périodiques obligatoires émises par des sociétés établies hors de France si ces émetteurs ont choisi l'AMF pour contrôler le respect de ces obligations. Ainsi l'AMF peut-elle contrôler l'information comptable et financière périodique émise par certaines sociétés étrangères dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé français. S'agissant des codes de gouvernance, en revanche, l'article 222-9 du règlement général de l'AMF vise uniquement les sociétés dont le siège est établi en France, auxquelles il impose de rendre publics les rapports mentionnés à l'article L. 225-37-4, al. 1, n° 8, du Code de commerce. Les sociétés établies à l'étranger ne semblent donc pas visées, même si leurs titres sont admis à la cotation en France. Au demeurant, l'AMF déclare elle-même, dans les rapports annuels sur le gouvernement d'entreprise qu'elle émet sur le fondement de l'article L. 621-18-3 depuis 2004, qu'elle contrôle le respect des codes de gouvernance par les seules sociétés ayant leur siège statutaire en France. Plus précisément, les sociétés contrôlées dans le rapport 2015 sont 60 sociétés cotées sur le compartiment A d'Euronext, se référant exclusivement au Code AFEP-MEDEF. L'échantillon se subdivise en 36 sociétés de droit français composant l'indice CAC 40 au 31 décembre 2014, les quatre sociétés cotées au CAC 40 exclues du rapport étant celles dont le siège est situé à l'étranger et de 24 autres sociétés du SBF 120 ayant les capitalisations les plus importantes²⁰⁵. La même exclusion s'observe dans le rapport 2016 s'agissant des cinq sociétés du CAC 40 dont le siège est situé hors de France²⁰⁶.

La solution nous paraît témoigner de la relative ambiguïté qui entoure en France le champ d'application dans l'espace des codes de gouvernance. D'un côté, le principe même de la référence à ces codes et le mécanisme qui en assure l'effectivité, c'est-à-dire la règle « appliquer ou expliquer », sont énoncés au sein du livre II du Code de commerce, relatif aux sociétés commerciales. Le mécanisme est ainsi conçu *a priori* comme un mécanisme de droit des sociétés, applicable aux seules sociétés de droit français. Mais d'un autre côté, il concerne les seules sociétés cotées et la « sanction » essentielle de la règle « appliquer ou expliquer »

²⁰⁵ AMF, *Rapport 2015 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de sociétés cotées*, p. 24.

²⁰⁶ AMF, *Rapport 2016 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de sociétés cotées*, p. 8.

est prévue au sein du Code monétaire et financier et relève de l'Autorité des marchés financiers. Le mécanisme apparaît alors comme un mécanisme de droit des marchés financiers, qui devrait concerner l'ensemble des sociétés cotées en France. La conséquence de cette ambiguïté réside dans le fait que certaines des sociétés cotées en France ne sont soumises à aucun contrôle de la part de l'autorité de marché française s'agissant des standards de gouvernance qu'elles respectent, de sorte que les investisseurs ne bénéficient pas d'une pleine transparence à ce sujet sur les marchés financiers français. A terme, cela pourrait les inciter à se détourner des marchés français, s'agissant des titres des sociétés étrangères qui y sont cotées, et inciter corrélativement les sociétés étrangères à se détourner des marchés financiers français. Pour remédier à cet écueil – qui pourrait bien se muer en opportunité manquée à l'heure où l'on souligne les perspectives qu'ouvre le Brexit à la place financière parisienne – on peut se demander si l'AMF ne devrait pas à l'avenir contrôler le respect par les sociétés étrangères dont les titres sont admis à la négociation sur les marchés financiers français, sinon du Code AFEP-MEDEF lui-même, du moins de standards de gouvernance correspondant à ceux du Code AFEP-MEDEF. Sans doute l'AMF irait-elle ainsi au-delà de la lettre de l'article L. 621-18-3 du Code monétaire financier. Mais dans la mesure où il ne s'agirait pas pour elle de prononcer des sanctions contraignantes, mais simplement de rendre publiques d'éventuelles défaillances dans la gouvernance des sociétés étrangères dont les titres sont admis à la négociation sur les marchés financiers français, cette pratique *extra legem* ne semblerait pas inadmissible.

Au-delà de la sanction « informationnelle » qu'attache l'article L. 621-18-3 du Code monétaire et financier aux codes de gouvernance en confiant à l'AMF le soin d'établir un rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise, des sanctions administratives pourraient être attachées aux fausses déclarations ou omissions de déclarations liées au gouvernement d'entreprise par le droit des marchés financiers. En effet, l'article L. 621-15, II, c) du Code monétaire et financier permet à la Commission des sanctions de l'AMF de prononcer une sanction, notamment pécuniaire, à l'encontre de toute personne qui s'est livrée à la diffusion d'une fausse information relative à un instrument financier – pouvoir aujourd'hui exercé par l'AMF dans le cadre posé par le Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché, entré en vigueur le 3 juillet 2016. *A priori*, les fausses informations dont la diffusion est ainsi sanctionnée pourraient concerner la gouvernance d'une société cotée, même si à ce jour l'AMF n'a encore jamais recouru à son pouvoir de sanction pour remédier au non-respect d'un code de gouvernance²⁰⁷. S'agissant du champ d'application dans l'espace de ce pouvoir de sanction de l'AMF, l'article L. 621-15, II, c) du Code monétaire et financier précise qu'il vise les auteurs de fausses informations qu'ils aient agi « *sur le territoire français ou à l'étranger* ».

²⁰⁷ V. not. V. Magnier, Les manquements des sociétés cotées à la règle de conformité, JCP E 2010, n° 1234.

L'applicabilité du texte paraît seulement impliquer que l'instrument financier en question soit admis aux négociations sur un marché réglementé français, et qu'il relève de ce fait du contrôle de l'Autorité (française) des marchés financiers. L'article 22 du Règlement abus de marché le confirme, qui indique que « *chaque État membre désigne une autorité administrative compétente unique aux fins du présent règlement* », qui « *veille à l'application des dispositions du présent règlement sur son territoire, en ce qui concerne l'ensemble des actions réalisées sur son territoire et les actions réalisées à l'étranger se rapportant à des instruments admis à la négociation sur un marché réglementé (...) opérant sur son territoire* ». Il apparaît alors possible, en théorie, qu'une société ayant son siège à l'étranger et tenue en vertu de la loi de son siège de respecter un code de gouvernance donné, soit sanctionnée pour le non-respect du code en vertu du droit français, pour peu que des instruments financiers émis par la société soient admis à la négociation sur un marché réglementé français. Dans cette perspective, on peut là encore regretter que cette sanction théoriquement envisageable soit en pratique exclue par le fait que l'AMF s'abstient de tout contrôle de la gouvernance des sociétés étrangères cotées sur les marchés financiers français, dès lors qu'elle exclut d'emblée les sociétés étrangères dans son rapport annuel sur le gouvernement d'entreprise.

2.2. Outre les sanctions édictées par le code de gouvernance lui-même ou le système juridique l'ayant rendu applicable, et passant par le droit des sociétés ou celui des marchés financiers, d'autres mécanismes juridiques pourraient être sollicités pour contribuer à l'effectivité des codes de gouvernance. Diverses propositions peuvent être formulées en ce sens, s'inspirant notamment des mécanismes aujourd'hui proposés en matière de responsabilité sociétale des entreprises, afin de donner une certaine force obligatoire aux mécanismes de *soft law* fondant la RSE.

Ainsi certains auteurs estiment-ils que le non-respect par une société d'une règle de RSE qu'elle s'est engagée à respecter est constitutif d'une faute susceptible d'engager la responsabilité civile de la société, dans l'hypothèse où cette faute aurait causé un dommage²⁰⁸. La solution pourrait assez facilement être transposée à la sanction des codes de gouvernance²⁰⁹. Et de fait, de nombreux ordres juridiques admettent aujourd'hui, au moins en théorie, que la responsabilité civile d'une société est susceptible d'être engagée en cas de

²⁰⁸ Sur ce point, v. not. F.-G. Trébulle, v° Responsabilité sociale des entreprises (Entreprise et éthique environnementale), Rép. dr. soc., n° 35 s.

²⁰⁹ Sur la proximité entre les problématiques de RSE et celles liées à l'effectivité des codes de gouvernance, v. not. J. Chacornac, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Dalloz, 2014, préf. F. Drummond, n° 484 s., liant le développement de l'information extrafinancière au mouvement du gouvernement d'entreprise.

fausse divulgation ou d'omission de déclaration en matière de gouvernement d'entreprise, si la société s'était préalablement engagée à respecter un code de gouvernance²¹⁰. Le droit allemand, de même, admet dans certains cas que des déclarations erronées ou omises relatives au respect du *DCGK* engagent la responsabilité civile des membres du directoire ou du conseil de surveillance envers, d'une part, la société et, d'autre part, les tiers et notamment les investisseurs²¹¹. Dans la mesure, cependant, où tous les droits n'acceptent pas nécessairement l'idée selon laquelle le non-respect d'un code de gouvernance serait constitutif d'une faute civile engageant la responsabilité de son auteur et où, en toute hypothèse, même au sein des droits admettant cette idée, les règles relatives aux conditions et aux effets de la responsabilité civile varient d'un Etat à l'autre, la question pourrait se poser de déterminer la loi applicable à l'éventuelle responsabilité civile encourue par une société, ou par ses dirigeants, administrateurs ou actionnaires, en cas de non-respect du code de gouvernance applicable à la société en cause.

Sur ce point, la *lex societatis* n'a pas nécessairement vocation à être consultée, car si cette loi régit l'organisation et le fonctionnement interne de la société, les rapports de droit externes que la société noue avec les tiers relèvent quant à eux de leur loi propre : loi du contrat, si ces rapports sont de nature contractuelle ; loi du délit, s'ils sont de nature délictuelle ; etc. S'agissant d'un dommage causé à des investisseurs par le non-respect du code de gouvernance applicable à une société dont ils ont acquis les titres, la loi applicable à l'action que les investisseurs exerceraient afin d'obtenir réparation de leur dommage serait ainsi celle du pays dans lequel le fait dommageable est survenu, si la responsabilité encourue est de nature délictuelle²¹², la loi applicable au contrat intervenu entre victime et responsable, si la responsabilité encourue est de nature contractuelle²¹³. Une déconnexion pourrait ainsi s'opérer entre la loi rendant applicable le code de gouvernance à la société et la loi en vertu de laquelle la responsabilité civile pour non-respect du code serait examinée. On peut l'illustrer à partir d'un exemple concret, dans lequel les dirigeants d'une société allemande feraient une fausse déclaration relative au gouvernement d'entreprise qui causerait un

²¹⁰ Sur ce point, v. not. le Rapport intermédiaire rendu dans le cadre du présent projet de recherche, p. 11.

²¹¹ V. K. Deckert, « Le code allemand de gouvernement d'entreprise », préc., n° 14 s.

²¹² Telle est du moins la règle de conflit traditionnelle en matière délictuelle (en droit français, v. Cass. civ., 25 mai 1948, *Lautour*, D. 1948. 357, note P. L.-P. ; Rev. crit. DIP 1949. 89, note H. Batiffol). A l'échelle de l'Union européenne, la règle de conflit de lois posée à l'article 4 du règlement Rome II du 11 juillet 2007 sur la loi applicable aux obligations extracontractuelles rend en principe applicable la loi du pays de survenance du dommage – et non pas du fait dommageable. D'autres pays retiennent d'autres solutions, mais peu s'écartent radicalement de l'idée selon laquelle la loi applicable en matière délictuelle est soit celle du pays dans lequel le fait générateur du dommage a été commis, soit celle du pays dans lequel le dommage a été subi.

²¹³ Sur la loi applicable en matière contractuelle en droit de l'Union européenne, v. Règlement Rome I du 17 juin 2008, spéc. art. 3 et 4.

dommage à des investisseurs français ayant acquis les titres de la société à la bourse de Paris, étant précisé que les titres en question n'auraient pas été acquis sur le marché primaire, à l'occasion de l'introduction en bourse de la société émettrice, d'une augmentation de son capital ou encore de l'émission par la société d'un emprunt obligataire, mais sur le marché secondaire, c'est-à-dire à l'occasion de la « revente » des titres de la société émettrice par un investisseur détenteur de ces titres et souhaitant les céder à un autre investisseur désireux de les acquérir.

Dans un tel cas de figure, l'action en responsabilité exercée par les acquéreurs français serait vraisemblablement qualifiée de délictuelle ²¹⁴. Dans notre exemple, l'action serait logiquement exercée en France ou en Allemagne, Etats membres de l'Union européenne au sein desquels les règles de droit international privé ont été harmonisées à l'échelle européenne, notamment au sein des règlements Bruxelles I bis n° 1215/2012 du 12 décembre 2012 relatif à la compétence et à l'effet des jugements étrangers en matière civile et commerciale, Rome I n° 593/2008 du 17 juin 2008 relatif à la loi applicable aux obligations contractuelles et Rome II n° 864/2007 du 11 juillet 2007 relatif à la loi applicable aux obligations non contractuelles. Pour l'application de ces règlements, les qualifications à retenir ne sont pas nécessairement celles qui prévalent dans les droits nationaux des Etats membre, mais des qualifications autonomes édictées soit directement par les instruments de droit dérivé en question, soit à défaut par la Cour de justice de l'Union européenne. S'agissant des notions de matière contractuelle et de matière délictuelle, cette dernière a notamment précisé que devait être considérée comme contractuelle toute action fondée sur un engagement librement assumé d'une partie envers l'autre²¹⁵, tandis que relève de la matière délictuelle l'action visant à engager la responsabilité du défendeur et ne se rattachant pas à la matière contractuelle, c'est-à-dire à un engagement librement assumé d'une partie envers l'autre²¹⁶. Dès lors, et pour en revenir à notre exemple, l'action des investisseurs français ne pourrait éventuellement être considérée comme contractuelle que dans l'hypothèse d'une diffusion de fausse information relative à la gouvernance de la société émettrice sur le marché primaire, car une transaction lie alors directement la société émettrice des actions ou des

²¹⁴ En ce sens, en droit interne français, v. not. Cass. com., 9 mars 2010, *Gaudriot*, n° 08-21.547 et 08-21.793, JCP E 2010. 1483, note S. Schiller ; RTD com. 2010. 374, note P. Le Cannu et B. Dondero ; D. 2010. 761, obs. A. Lienhard ; Rev. Sociétés, 2010. 230, note H. Le Nabasque. Sur ce point, v. aussi J. Prorok, *Responsabilité civile et marchés financiers*, Thèse Paris II, dir. H. Synvet, 2016.

²¹⁵ CJCE, 17 juin 1992, aff. C-261/91, *Jakob Handte c. TMCS*, Rev. crit. DIP 1992. 730, note H. Gaudemet-Tallon, *JDI* 1993. 469, obs. J.-M. Bischoff.

²¹⁶ CJCE, 27 septembre 1988, aff. 189/87, *Kalfelis c. Bankhaus Schröder*, Rev. crit. DIP 1989. 117, note H. Gaudemet-Tallon, *JDI* 1989. 457, obs. A. Huet.

obligations introduites pour la première fois sur le marché²¹⁷. Toute action en réparation d'un dommage subi du fait de la diffusion de fausses informations relatives à la gouvernance de la société émettrice sur le marché secondaire, en revanche, devrait logiquement être qualifiée de délictuelle, car la convention opérant transfert des titres intervient alors entre un premier investisseur, détenteur de titres de la société émettrice et souhaitant les céder, et un autre investisseur, désireux d'acquiescer les titres de la société en question. La société émettrice comme ses dirigeants ou administrateurs apparaissent alors indiscutablement comme des tiers au contrat.

Dès lors, l'action en responsabilité civile contre la société allemande et/ou ses dirigeants pourrait être exercée par les investisseurs français en Allemagne, les juridictions allemandes étant compétentes en tant que juridictions de l'Etat du domicile du défendeur en vertu de l'article 4 du Règlement Bruxelles I *bis*, ou plus probablement en France, le juge français apparaissant compétent en tant que juridiction du lieu de survenance du fait dommageable (et plus précisément en tant que juge du lieu de matérialisation du dommage²¹⁸) au regard de l'article 7 § 2 du Règlement Bruxelles I *bis*²¹⁹.

La loi applicable à cette action devrait quant à elle être déterminée en vertu du Règlement Rome II, applicable tant en France qu'en Allemagne. A cet égard, il faut cependant observer qu'une relative ambiguïté – non encore tranchée en jurisprudence – pèse sur la détermination de la loi applicable à une telle situation, dont on peut se demander si elle devrait être déterminée en vertu des règles de conflit de lois de droit commun du juge saisi de l'action ou en vertu des règles uniformes posées par le Règlement Rome II. Ce texte, tout comme le Règlement Rome I, exclut effectivement de son champ d'application les obligations « *nées de*

²¹⁷ Et même dans cette hypothèse de diffusion de fausse information sur le marché primaire, à vrai dire, la qualification contractuelle ne paraît pas certaine, dans la mesure où l'information erronée peut alors être analysée comme un dol. Or l'on sait qu'en droit français, le dol, en tant que faute précontractuelle, est analysée comme une source de responsabilité délictuelle (v. not. F. Terré, Ph. Simler, Y. Lequette, *Droit des obligations*, 11^e éd., Dalloz, 2013, n° 240 ; Com. 4 janv. 2000, CCC 2000 n° 79 obs. L. Leveneur ; Civ. 1^{re} 28 mai 2008, JCP 2008. II. 10179, note I. Beynax ; RDC 2008. 1118, obs. D. Mazeaud ; RTD civ. 2008. 476, obs. B. Fages). Et cette analyse ne paraît pas démentie par le droit de l'Union européenne, qui inclut la *culpa in contrahendo* au sein de la matière extracontractuelle en consacrant une règle de conflit spéciale à ce délit à l'article 12 du Règlement Rome II, étant précisé que la *culpa in contrahendo* de l'article 12 inclut « la violation du devoir d'informer » dans la période précontractuelle (sur ce point, v. consid. 30 du Règlement Rome II ; en matière de compétence, rapp. CJCE, 17 sept. 2002, aff. C-334/00, *Tacconi*, JDI 2003, p. 668, obs. A. Huet ; Rev. crit. DIP 2003, p. 668, note P. Rémy-Corlay).

²¹⁸ Sur le fait qu'en cas de dissociation du lieu de survenance du fait du générateur et du lieu de matérialisation du dommage, la victime a le choix entre les juridictions des deux lieux au regard de l'article 7 § 2 du Règlement Bruxelles I *bis*, v. CJCE, 30 nov. 1976, aff. 21/76, *Mines de potasse d'Alsace*, D. 1977. 613, note G. A. L. Droz ; Rev. crit. DIP 1977. 568, note P. Bourel ; JDI 1977. 728, obs. A. Huet.

²¹⁹ Sur la localisation du préjudice subi par un investisseur dans le cadre de l'article 5 § 3 du Règlement Bruxelles I (devenu art. 7 § 2 du Règlement Bruxelles I *bis*), v. CJUE, 28 janv. 2015, aff. C-375/13, *Kolassa* : D. 2015. 770, note L. d'Avout ; Rev. crit. DIP 2015. 921, note O. Boskovic.

lettres de change, chèques, billets à ordre ainsi que d'autres instruments négociables dans la mesure où les obligations nées de ces autres instruments dérivent de leur caractère négociable » (v. art. 1 § 2, d), du Règlement Rome I et 1 § 2, c) du Règlement Rome II). Divers auteurs interprètent la disposition comme excluant l'application des Règlements aux opérations sur titres négociables²²⁰. On observera toutefois, s'agissant du Règlement Rome I, qu'il énonce, en son article 4 § 1, h), une règle de conflit de lois désignant la loi applicable au « *contrat conclu au sein d'un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers* ». La loi applicable est alors la loi étatique qui régit le système multilatéral en question. On le voit, les opérations relatives aux instruments financiers ne semblent donc en réalité pas intégralement exclues du champ d'application du règlement Rome I par son article 1 § 2, d), qui se contente plus vraisemblablement d'exclure de son champ d'application certains droits nés des instruments négociables²²¹ : ceux tirés du caractère négociable de l'instrument, en particulier l'inopposabilité des exceptions, étant précisé que les droits liés à la qualité d'actionnaire, tel celui de participer à l'assemblée générale ou de percevoir d'éventuels dividendes, qui dépendent de la *lex societatis*, sont pareillement exclus en vertu de l'article 1 § 2, f) du Règlement. Si l'on admet que l'exclusion des obligations nées d'instruments négociables du champ d'application du Règlement Rome II par son article 1 § 2, c), doit être comprise de la même manière restrictive que l'exclusion de ces instruments au sein du Règlement Rome I, alors la loi applicable à l'action en responsabilité exercée par des investisseurs lésés par le non-respect du code de gouvernance applicable à la société dont ils ont acquis les titres pourrait être déterminée en vertu de ce texte – même s'il ne s'agit, là encore, que de conjectures, faute de jurisprudence clarifiant la question.

L'action tomberait alors sous le coup de la règle générale de l'article 4 du Règlement Rome II, en l'absence de règle de conflit spécifique aux délits commis sur les marchés financiers au sein de cet instrument. L'article 4 § 1 du Règlement, plus précisément, rendrait alors applicable à l'action de nos investisseurs français la loi du pays où le dommage est survenu. Or, s'agissant de notre exemple, le dommage subi par les investisseurs devrait vraisemblablement être localisé en France, soit que l'on considère que le préjudice s'est réalisé dans l'Etat du marché au sein duquel les transactions litigieuses ont été réalisées, soit que l'on considère que le préjudice doit être localisé au domicile de l'investisseur, représentant le centre de ses intérêts patrimoniaux²²². Quoi qu'il en soit, la loi française serait ainsi *a priori* applicable à la

²²⁰ V. not. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, 2010, n° 1314 ; A. Couret *et al.*, *Droit financier*, 2^e éd., Dalloz, 2012, n° 1629.

²²¹ En ce sens, v. not. H. Synvet et A. Tenenbaum, v° Instruments financiers, Rép. dr. int., n° 122.

²²² En faveur d'une telle localisation du préjudice des investisseurs, sur le terrain du juge compétent, v. CJUE, 28 janv. 2015, *Kolassa*, préc. Comp. CJUE, 16 juin 2016, aff. C-12/15, *Universal Music*.

responsabilité civile de la société ou de ses administrateurs, sauf à ce que le juge saisi de l'action écarte cette loi au bénéfice de la loi allemande, conformément à l'article 4 § 3 du Règlement, s'il estimait que cette dernière présentait des liens manifestement plus étroits avec le fait dommageable.

Sous cette dernière réserve, on pourrait donc concevoir que le droit allemand soit applicable pour désigner le code à respecter par la société allemande défenderesse, mais que le droit français s'applique pour déterminer si le non-respect par la société ou ses administrateurs du DCGK engage la responsabilité civile de la société – et le cas échéant de ses dirigeants²²³ – envers les investisseurs français.

On observera par ailleurs que des questions similaires pourraient se poser si l'on se proposait de sanctionner les engagements pris par les entreprises dans leurs codes de bonne conduite en recourant au fondement quasi-contractuel²²⁴.

Au-delà des sanctions civiles susceptibles de découler du non-respect d'un code de gouvernance privé, des sanctions pénales pourraient être attachées aux fausses déclarations ou omissions de déclarations liées au gouvernement d'entreprise. Une responsabilité pénale pourrait ainsi être encourue par la personne émettant une information financière défectueuse au titre de l'article L. 465-3-2 du Code monétaire et financier, qui réprime le fait de diffuser des informations fausses ou trompeuses à propos d'un instrument financier au moyen de lourdes peines d'amende voire d'emprisonnement. Si l'on en croit les articles 113-2, 113-6 et 113-7 du Code pénal, de telles sanctions seraient encourues en vertu de la loi française dès lors que, soit l'un des faits constitutifs de l'infraction est commis en France (ce qui suppose logiquement de savoir, s'agissant du délit de manipulation de cours, s'il faut tenir compte du seul lieu depuis lequel l'information erronée a été diffusée ou de la localisation du marché au sein duquel les titres dont le cours a été manipulé sont cotés), soit l'auteur du délit est Français, même s'il a agi en territoire étranger, à condition toutefois que son comportement soit également réprimé dans le pays au sein duquel le délit a été commis, soit encore la victime du délit est de nationalité française. Là encore, il n'est donc théoriquement pas exclu que le non respect d'un code de gouvernance rendu applicable à une société par une loi étrangère soit sanctionné en vertu de la loi pénale française, par exemple si les investisseurs victimes de

²²³ Sur cette question en droit français, v. not. art. L. 225-251, al. 1, C. com. : « *Les administrateurs et le directeur général sont responsables individuellement ou solidairement selon le cas, envers la société ou envers les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes, soit des violations des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion* ».

²²⁴ En ce sens, v. not. B. Rolland, « Le quasi-contrat au secours de la RSE ? », Mél. M.-L. Steinlé-Feuerbach, L'Harmattan, 2015, p. 168. Sur la loi applicable aux quasi-contrats, v. not. G. Légier, v° Quasi-contrat, Rép. dr. int.

la diffusion d'une fausse information liée à la gouvernance de la société dont ils ont acquis les titres sont de nationalité française²²⁵.

²²⁵ V. cep. D. ChiStein, *Droit pénal international et lois de police*, Dalloz, 2003, préf. P. Mayer, pour une relecture du champ d'application dans l'espace du droit pénal accessoire.

Chapitre 7 – Quota législatif vs. code de gouvernance : Quels effets sur la parité femmes/hommes dans les conseils d'administration ? Une étude sur données britanniques et françaises

Sophie Harnay (Université Lorraine, BETA & EconomiX)

Fabienne Llense (Université Paris Nanterre & EconomiX)

Antoine Rebérioux (Université Paris Diderot & LADYSS)

Gwenaël Roudaut (Département d'économie, Ecole Polytechnique Paris)

Introduction

La littérature de sciences économiques et de sciences de gestion sur la gouvernance d'entreprise tend à se concentrer sur la relation entre les dispositifs de gouvernance d'entreprise et la performance – notamment boursière – de l'entreprise. Bien que particulièrement développée, cette littérature évacue de ce fait la question des effets des modes de production du droit sur les pratiques de gouvernance, qui constitue un point aveugle des questionnements sur la gouvernance. Les raisons du développement massif des codes de gouvernance dans la plupart des systèmes et pays, de préférence à des supports juridiques alternatifs (législatifs, réglementaires...), demeurent ainsi remarquablement ignorées dans les travaux académiques, de même que les effets de ces codes sur les pratiques des acteurs et leur mise en conformité par rapport aux régulations portées par ces véhicules juridiques éventuellement spécifiques.

L'objectif de ce chapitre est d'étudier l'effectivité comparée de la *hard law* (loi) et de la *soft law* (code). De façon extrêmement simple – voire simpliste – nous définirons les codes de gouvernance d'entreprise comme un ensemble de « bonnes pratiques » de gouvernance, portées par la communauté d'affaires et produites, le plus souvent, par autorégulation ou co-régulation²²⁶, éventuellement de façon décentralisée, et dont l'application peut être uniquement facultative, en vertu du principe du *comply or explain* sous-tendant de nombreux

²²⁶ Le terme co-régulation vise ici le cas dans lequel le code de gouvernance est co-produit par des autorités étatiques et les acteurs eux-mêmes. Pour une acception différente de la co-régulation, v. la contribution de T. Sachs dans le présent rapport.

codes de gouvernance²²⁷. Par « loi », on entendra une règle de droit produite de façon centralisée par le pouvoir législatif, à portée obligatoire, et associée à l'exercice de sanctions juridiques traditionnelles en cas de non-respect par les agents des dispositions qu'elle contient.

Notre hypothèse est que des véhicules (supports, formes) juridiques différents (respectivement, le code et la loi), produits au terme de processus de production juridique différents et dotés de modes d'application et de mise en œuvre différents, sont susceptibles d'engendrer, en pratique, des effets eux – mêmes différents. Notre question est donc la suivante : **la même disposition de gouvernance produit-elle des effets différents, selon qu'elle soit portée par du droit légiféré (*hard law*) ou un code (*soft law*) ?**

La réponse à cette question est capitale, à plusieurs titres.

- D'une part, il s'agit d'identifier et de comparer les effets réels de deux formes juridiques – l'enjeu est ici essentiel puisqu'il s'agit, en particulier, de vérifier que les codes, souvent accusés d'ineffectivité du fait de leur assise sur le principe du *comply or explain* (autorisant les entreprises à ne pas se conformer aux dispositions du code dès lors qu'elles justifient leur choix) produisent bien des effets sensibles dans la réalité et sont, de ce fait, capables d'encadrer de manière effective les comportements des entreprises.
- D'autre part, et dans le prolongement de ce qui précède, il s'agit, ni plus ni moins, que de déterminer s'il convient de légiférer ou laisser les entreprises s'autoréguler en matière de gouvernance – en d'autres termes, la réponse à la question que nous posons est porteuse d'enjeux forts et de recommandations potentiellement importantes en matière de politique juridique dans le champ de la gouvernance.

L'originalité méthodologique de notre démarche est de combiner deux littératures ordinairement disjointes, et dont nous pensons que le rapprochement peut conduire à des analyses fécondes et innovantes. D'une part, nous mobilisons la littérature de sciences économiques et de gestion sur la *corporate governance*, s'intéressant notamment aux différents dispositifs de gouvernance à la disposition des entreprises et à leurs effets sur la performance de ces dernières. D'autre part, nous utilisons également les travaux de l'économie du droit (*law & economics*), dont l'objectif principal est d'étudier sous l'angle microéconomique les interactions entre droit et économie, et plus particulièrement les effets des règles de droit sur les décisions et comportements économiques des agents. Notre

²²⁷ On peut se reporter à la première contribution de ce rapport sur la typologie des codes de gouvernance pour une définition plus fine de ces codes et une discussion concernant leur diversité.

démarche est en outre une démarche d'économie appliquée, puisque nous développons une analyse économétrique originale sur un dispositif juridique spécifique.

Précisément, nous nous intéressons aux effets comparés d'une même disposition juridique, destinée à promouvoir la parité entre femmes et hommes dans les conseils d'administration, selon que cette disposition soit portée par un code de gouvernance d'entreprise ou par une loi (sous la forme d'un quota législatif). En d'autres termes, nous étudions les effets d'un « choc réglementaire » (l'introduction, à la même date, d'une disposition similaire concernant la parité entre femmes et hommes par un code et un texte de loi respectivement, en Grande-Bretagne et en France) sur la composition des conseils d'administration des entreprises des deux pays concernés. Notre objectif est de déterminer si les résultats observés aujourd'hui en termes de mixité genrée des conseils d'administration dans les deux pays, possiblement différents, peuvent s'expliquer par le choix du code ou de la loi (ou le quota législatif) pour promouvoir l'égalité femmes / hommes dans les conseils d'administration. Nous vérifions évidemment que les différences de performance actuelles des entreprises britanniques et françaises en matière d'égalité femmes / hommes dans les conseils ne sont pas imputables à d'autres facteurs que le choix du code vs. le quota législatif pour atteindre l'équilibre genré des conseils.

Dans une première section, nous revenons sur la comparaison des caractéristiques des codes de gouvernance et de la loi pour en tirer un certain nombre d'hypothèses à la base de l'étude économétrique que nous réalisons ensuite. La section 2 présente plus précisément notre question de recherche et son contexte. La section 3 étudie les effets du quota législatif sur l'équilibre femmes / hommes des conseils, relativement aux effets du code. La section 4 prolonge l'analyse en s'intéressant aux effets du quota législatif français sur la composition du conseil (hors genre) et s'interroge sur les déformations éventuelles produites par le quota sur ces conseils, par rapport aux codes.

1. Comparaison codes vs. droit légiféré : quelques apports de l'analyse économique

La loi et le code constituent les deux principales technologies alternatives de production des règles de gouvernement d'entreprise, auxquelles sont associées des caractéristiques et, potentiellement, des degrés d'effectivité différents. Plusieurs grands enjeux, soulignés dans la littérature d'économie et de management, sont par ailleurs associés à la définition de ces règles, qui doivent assurer la conciliation d'objectifs potentiellement contradictoires.

- D'une part, les règles de gouvernance d'entreprise doivent en effet prendre en compte la forte hétérogénéité des entreprises concernées par les problématiques de

gouvernance – dont elles peuvent notamment adopter des définitions différentes – et la variété de leurs besoins et demandes réglementaires en la matière.

- D'autre part, ces règles doivent également satisfaire la demande d'information standardisée de la part des investisseurs, nationaux et internationaux – une information standardisée sur les choix et pratiques de gouvernance des entreprises accroît en effet la comparabilité inter-entreprises, en ce qu'elle permet aux investisseurs de supporter des coûts d'information moindres, et se traduit, par suite, par une incitation supérieure à investir²²⁸.

La loi et le code, en tant que technologies juridiques disponibles pour produire les règles de gouvernance d'entreprise, se caractérisent par une capacité différente à articuler et combiner ces objectifs potentiellement divergents. L'analyse économique du droit met ainsi en lumière les logiques juridiques opposées sur lesquelles reposent les codes de gouvernance et la loi, les dotant de caractéristiques et d'effets potentiellement différents concernant tant leurs modes de production respectifs que leurs modalités d'application et de mise en œuvre et les sanctions et effets qui leur sont attachés. Cette opposition de logiques se décline dans plusieurs dimensions des codes et de la loi. Elle concerne ainsi :

- les modes de production des règles de gouvernance d'entreprise (le plus souvent par autorégulation ou co-régulation concernant les codes de gouvernance, n'excluant cependant pas le recours à la production de droit législatif – ou hétérorégulé – dans le domaine) ;
- les caractéristiques de ces règles (décrites dans la littérature économique comme adaptables et flexibles, du fait précisément de leur mode de production autorégulé, par opposition à un droit législatif réputé plus rigide – la terminologie *soft law vs. hard law* reflétant bien cette opposition) ;
- les modes d'adhésion et de mise en conformité différents associés respectivement aux codes et à la loi, en tant que technologies de production de droit et de régulation des comportements des entreprises (avec une logique d'adhésion volontaire et facultative, fondée sur le principe du *comply or explain* pour le code, et un mécanisme d'adoption et de mise en conformité obligatoire pour le droit législatif) ;

²²⁸ Ce point est développé précisément dans le chapitre développant une analyse coûts-avantages des codes de gouvernance d'entreprise. Dans le souci d'éviter des redites dans le rapport, il n'est donc pas développé de manière approfondie ici. On peut le cas échéant se reporter au chapitre correspondant. V. également les contributions de T. Sachs et de F. Lense.

- les formes de sanctions différentes attachées aux codes et à la loi (sanctions extra-juridiques ou de marché pour les codes, sanctions plus « classiquement » juridiques pour la loi).

Le tableau suivant récapitule, de façon synthétique, l'état de l'art de la littérature d'économie du droit comparant les codes et la loi sous les différents aspects mentionnés ci-dessus. Ces travaux sont présentés en détail dans le chapitre de ce rapport développant une analyse coûts-avantages des codes de gouvernance d'entreprise. Dans le souci d'éviter des redites, ils ne sont donc pas systématiquement repris ici de façon approfondie, mais mobilisés en ce qu'ils fournissent le substrat théorique au fondement de l'analyse économétrique menée dans le présent chapitre.

Tableau 1 : analyse coûts – avantages des codes de gouvernance et de la loi

CODE DE GOUVERNANCE		LOI (DROIT LEGIFERE)	
MODE DE PRODUCTION – AUTOREGULATION (CO-REGULATION)		MODE DE PRODUCTION – HETEROREGULATION	
AVANTAGES	INCONVENIENTS	AVANTAGES	INCONVENIENTS
<p>Réduction des asymétries informationnelles entre autorités de régulation (issus des milieux régulés) et agents régulés</p> <p>Adéquation des règles à la demande (éventuellement diverse) des entreprises (caractérisées par leur hétérogénéité)</p>		<p>Coûts de production et de mise en œuvre <i>a priori</i> élevés (pour les raisons symétriques de celles énoncées dans la colonne (1) ci-contre : existence d'une asymétrie d'information marquée entre autorités autorégulatrices et agents régulés</p>	

<p>Coût de production et de mise en œuvre des règles faibles (les autorités de régulation obtiennent facilement et à faible coût les informations nécessaires à la production et la mise en œuvre de règles adaptées)</p> <p>Coûts de production et de mise en œuvre des règles supportés par la "communauté" (l'autorité autorégulatrice veille elle-même à la mise en œuvre et au respect des règles par les agents régulés ; les coûts ne sont donc pas supportés par la puissance publique et les contribuables)</p>	<p>Risque de capture réglementaire par les autorités autorégulatrices</p>	<p>Production d'une règle uniforme (principe du <i>one size fits all</i>, avec risques d'inadaptation d'une règle trop générale aux cas et contextes idiosyncrasiques des entreprises régulées)</p> <p>Coûts de production et de mise en œuvre des règles supportés par les contribuables</p>	<p>Risque de capture non exclu, y compris en situation d'hétérorégulation</p>
--	---	---	---

ADAPTABILITE ET FLEXIBILITE		ADAPTABILITE ET FLEXIBILITE	
<p>Révisions fréquentes, garantissant une adaptation forte des règles de gouvernance aux besoins évolutifs des agents régulés</p>	<p>Risque d'insécurité juridique liée aux changements fréquents de régulation</p> <p>Coûts informationnels supportés par les agents régulés pour obtenir les informations juridiques (coût de la veille juridique)</p>	<p>Sécurité juridique élevée (information juridique facilement disponible, stable)</p> <p>Accès facile à l'information juridique, clarté des dispositifs juridiques</p>	<p>Adaptabilité moindre, en raison du coût élevé de la mise en œuvre des processus de production de droit législatif</p> <p>Temps nécessaire à l'adaptation et la production de nouvelles règles, susceptible de faire peser sur les agents le coût de règles</p>

	<p>“Halo réglementaire”, lié à la possible coexistence de règles de gouvernance différentes produites par des autorités régulatrices concurrentes</p>		<p>momentanément inadaptées à leurs besoins réglementaires</p>
<p>MODALITES D’ADHESION</p> <p>ADHESION VOLONTAIRE ET FACULTATIVE</p>		<p>MODALITES D’ADHESION</p> <p>ADOPTION OBLIGATOIRE</p>	
<p>Motivations variables de l’adhésion volontaire des agents régulés (gains d’efficacité, recherche d’une bonne réputation – signal, motivation citoyenne de l’entreprise), garantissant que l’adhésion aux règles de gouvernance contenues dans le code</p>		<p>Impossibilité pour la firme d’adopter une stratégie d’<i>opting out</i> motivée par sa spécificité éventuelle ou des contraintes et un environnement idiosyncratique</p>	

<p>vont dans le sens de l'intérêt des entreprises les adoptant</p> <p>Application du principe du <i>comply or explain</i>, offrant souplesse et adaptabilité aux firmes</p> <p>Flexibilité et souplesse de la décision au niveau microéconomique (firme)</p> <p>Gestion efficace de l'hétérogénéité des firmes au niveau macroéconomique</p>	<p>Risque d'utilisation opportuniste du principe du <i>comply or explain</i> (comportement de type <i>tick the boxes</i>)</p>	<p>Règles homogènes, appliquées de façon obligatoire par l'ensemble des entreprises sur le territoire national (sauf dérogation explicite prévue par la loi), entraînant une information homogène et standardisée pour les investisseurs et facilitant les processus de comparaison inter-entreprises et les arbitrages financiers des investisseurs</p> <p>Coûts d'ajustement et de mise en conformité à la règle (obligatoire) potentiellement élevés pour les firmes</p>	<p>Risque d'inadaptation aux conditions locales</p>
--	---	---	---

	Risque de comportement de type <i>never comply never explain</i> de la part des firmes soumises au code		
SANCTIONS NATURE EXTRA-JURIDIQUE DES SANCTIONS		SANCTIONS NATURE JURIDIQUE DES SANCTIONS	
Sanctions de marché, discipline de marché <i>Decentralized enforcement</i>	Limites de la force coercitive et de l'effectivité de la discipline de marché (notamment en l'absence d'une standardisation minimale de	Sanctions juridiques « traditionnelles » (pénalités, amendes...)	Coût de l'exercice des sanctions pour l'autorité en charge du contrôle du respect de la règle de gouvernance

	<p>l'information ou d'une asymétrie d'information défavorable aux investisseurs)</p> <p>Pas de vérification ou faible vérification de l'<i>explain</i> associée au principe du <i>comply or explain</i></p>		<p>Inefficacité éventuelle de l'activité de contrôle du respect de la règle, en raison des asymétries informationnelles entre l'autorité de contrôle et les entreprises régulées</p>
--	---	--	--

En définitive, et pour résumer, les codes de gouvernance semblent se caractériser positivement par leur souplesse, aussi bien en matière de production des règles (auto-régulation) que de leur mise en œuvre (à travers le principe du *comply or explain*). Parallèlement, mais de façon plus négative, ils seraient également affectés par une suspicion d'ineffectivité, pour les mêmes raisons que ci-dessus (l'autorégulation serait en effet susceptible d'engendrer des règles laxistes et favorables aux intérêts des entreprises exclusivement, le principe du *comply or explain* favorisant quant à lui des comportements opportunistes de (non) mise en œuvre des règles du code de la part des entreprises). Symétriquement, la loi se caractériserait par un degré de conformité supérieur à la règle de la part des entreprises, en raison de son caractère obligatoire, et permettrait de ce fait d'atteindre plus facilement les objectifs visés en matière de régulation des comportements des entreprises. En revanche, imposant un cadre commun et homogène à des firmes éventuellement très diverses, elle serait moins capable de gérer la demande d'hétérogénéité des entreprises et leur imposerait ainsi des coûts d'ajustement à la règle de gouvernance plus élevés que le code.

La floraison des codes de gouvernance, dans les décennies récentes, témoigne de la préférence donnée, en large part, à la technologie juridique du code par rapport à la loi et refléter un consensus, au moins pratique, quant à la supériorité du premier par rapport à la seconde. Pour autant, la littérature d'économie du droit présentée ci-dessus demeure essentiellement théorique, et aucune étude empirique ne propose, à notre connaissance, de comparaison rigoureuse des effets de la loi et des codes. Cette absence de travaux empiriques ne permet donc pas, à l'heure actuelle, de juger du bien-fondé des différents arguments avancés en économie du droit par les promoteurs respectifs de la loi et des codes, et défendant l'utilisation de l'une ou l'autre technologie juridique en vue de la régulation des comportements des entreprises en matière de gouvernance – parfois sur le fondement d'arguments que l'on pourrait qualifier d'autorité ou idéologiques.

L'étude économétrique que nous développons dans les sections suivantes constitue donc une première analyse empirique rigoureuse permettant d'évaluer et de comparer systématiquement les effets respectifs des codes et de la loi pour atteindre un objectif donné (ici, le rééquilibrage de la composition femmes – hommes des conseils d'administration).

2. Question de recherche et contexte

Notre analyse de l'effectivité comparée des deux types de règles (*hard law* et *soft law*) est réalisée sur un domaine particulier, à savoir la composition genrée des conseils d'administration. Cette dernière a en effet fait l'objet, en Grande-Bretagne et en France, de

deux approches réglementaires (code vs. loi) bien distinctes, à l'appui d'un même objectif (la parité femmes – hommes dans les conseils d'administration). A partir de données microéconomiques (données d'entreprise), nous cherchons à mesurer les effets comparés de chacune de ces deux approches.

En 2010-2011, la Grande-Bretagne et la France adoptent deux stratégies différentes visant un but commun : le rééquilibrage de la représentation hommes – femmes dans les conseils d'administration des grandes sociétés cotées. Dans les deux cas, les femmes sont alors massivement sous-représentées, n'occupant même pas 10% des sièges des 120 plus grosses capitalisations boursières. Ce déséquilibre persistant heurte de manière croissante les esprits. D'une part, en ce qu'il induit ou reflète en matière d'inégalités genrées. D'autre part, parce qu'il fait douter de l'efficacité ou de la qualité de la gouvernance des grandes entreprises. De fait, un nombre croissant d'analyses souligne les gains potentiels qu'il y aurait à rééquilibrer la composition des conseils, dominés par des réseaux masculins très homogènes (en termes d'éducation, de parcours, etc.)²²⁹.

Fidèle à sa tradition libérale, la Grande-Bretagne opte pour une approche volontaire, de type *soft law*. Pour la première fois, la révision de juin 2010 du *UK Corporate Governance Code* – qui sert de référence aux sociétés cotées sur le *London Stock Exchange* – introduit une référence explicite à l'équilibre hommes / femmes au sein des conseils : « [T]he search for board candidates should be conducted, and appointments made, on merit, against objective criteria and with due regard for the benefits of diversity on the board, including gender » (p. 13). La précédente révision du code, en date de juin 2008, insistait uniquement sur l'indépendance des administrateurs – sans mention particulière à la composition genrée du conseil.

Cette préoccupation s'accroît dans les versions suivantes (le code britannique est, avec le code français, l'un des plus régulièrement révisés). L'édition de septembre 2012 ajoute à la phrase précédente trois nouvelles mentions à la mixité hommes femmes²³⁰, sans qu'un objectif chiffré ne soit posé. Enfin, la version de septembre 2014 du code aborde cette question dès sa préface (p. 2) : « [T]he problems arising from "groupthink" have been exposed in particular as a result of the financial crisis. One of the ways in which constructive debate

²²⁹ Comme le note Adams (2016), on ne dispose pourtant pas d'études empiriques convaincantes établissant un lien causal positif et significatif entre proportion de femmes et performance (comptable ou boursière) des entreprises.

²³⁰ V. p. 13: « This section should include a description of the board's policy on diversity, including gender, any measurable objectives that it has set for implementing the policy, and progress on achieving the objectives » (B.2.4. p. 13). P. 15: « Evaluation of the board should consider the balance of skills, experience, independence and knowledge of the company on the board, its diversity, including gender, how the board works together as a unit, and other factors relevant to its effectiveness ». Et enfin, p. 30, précisant que le rapport annuel doit explicitement contenir: « a description of the board's policy on diversity, including gender; any measurable objectives that it has set for implementing the policy, and progress on achieving the objectives ».

can be encouraged is through having sufficient diversity on the board. This includes, but is not limited to, gender and race ».

A cette insistance du code britannique s'ajoute un second élément, complétant le dispositif réglementaire en la matière. En février 2011, est publié le rapport d'une commission présidée par Lord Davies of Abersoch – banquier d'affaires puis ministre de l'industrie et du commerce jusqu'en 2010 – intitulé *Lord Davies Review - Women on Board 2011*. Très influent, ce rapport rejette explicitement le recours à un quota ; mais il recommande aux 100 plus grandes sociétés cotées de réserver un minimum de 25% des sièges au conseil à des femmes, à l'horizon 2015. Il reconnaît toutefois que la diversité des profils d'entreprises doit pouvoir se traduire par une certaine flexibilité, qui doit être justifiée ou expliquée²³¹. Clairement, cette recommandation s'inscrit dans une approche volontaire, de type *soft law*.

La France opte de son côté pour un dispositif obligatoire, réformant le droit des sociétés. En janvier 2011, le Parlement adopte – après plusieurs mois de débat au cours de l'année 2010 – la loi Zimmerman-Copé²³², instaurant un quota de 40% de femmes en 2017, pour les sociétés cotées (avec un seuil intermédiaire de 20% en 2014) ainsi que pour les sociétés (non cotées) employant au moins 500 salariés et avec un chiffre d'affaires ou un total de bilan d'au moins 50 millions d'euros. En cas de non-respect, les nominations n'allant pas dans le sens d'une correction sont considérées comme nulles, et les jetons de présence des administrateurs en place suspendus. La France devient ainsi le deuxième pays, après la Norvège (2003)²³³, à faire l'expérience d'une approche de type *hard law* en matière de composition genrée du conseil d'administration (ou de surveillance).²³⁴

La Grande-Bretagne et la France ont donc adopté deux stratégies réglementaires distinctes, avec un même objectif : le rééquilibrage de la représentation genrée au sein des conseils. Les calendriers, ainsi que les objectifs, sont très similaires : dans les deux pays, 2010 constitue l'année charnière – avec une inscription de cet objectif dans le code britannique et un débat parlementaire en France. Les sociétés procéderont ainsi aux ajustements en cours

²³¹ « All companies are different. It is in their own interest to set and develop their own targets and strategies, so that they can effect the necessary change through means best suited to their own circumstances. Companies should set out in their strategies how they think the skills on their boards meet their needs » (p. 19).

²³² Loi n° 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle.

²³³ Le cas de l'Espagne est particulier : un quota est adopté en 2007, mais sans qu'aucune sanction ne soit prévue. Le dispositif est donc non contraignant.

²³⁴ Notons que le code français (Code AFEP-MEDEF) ajoute lui-aussi en 2010 une mention à la diversité genrée – avec recommandation d'un seuil : « 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 6 ans » (p. 11).

d'année 2011, de sorte que l'on observe un accroissement de la représentation féminine en décembre 2011 (date à laquelle nous mesurons la composition des conseils dans la présente étude) dans les deux pays. Par ailleurs, en terme quantitatif, la cible est pratiquement la même. Le rapport de Lord Davies pose un objectif de 25% en 2015. Du côté français, et pour les sociétés cotées, un objectif de 20% en 2014 et de 40% en 2017 est défini. Si l'on fait l'hypothèse que les progrès se feront de manière linéaire, on obtient un seuil de 27% en 2015 (puis de 33% en 2016, pour atteindre 40% en 2020) – très similaire aux 25% britannique.

En résumé, on peut retenir que les deux pays posent dès 2010-2011 un objectif de représentation équilibrée au sein des conseils, avec une cible (explicite ou implicite) de 25% (ou 27%) en 2015. La principale différence est la voie réglementaire retenue : *soft law* dans le cas britannique, *hard law* dans le cas français. Dans le reste de cette étude, nous allons nous appuyer sur cette expérience grandeur nature pour mesurer l'incidence d'un quota relativement à la *soft law* – apportant ainsi des éléments empiriques dans le débat, jusqu'à présent peu développé et essentiellement conceptuel, sur l'effectivité de ces deux modes réglementaires.

Nous chercherons plus précisément à répondre aux deux questions suivantes :

- ✓ Quel est l'impact de la *hard law* (relativement à la *soft law*) sur la représentation des femmes au sein des conseils ? On peut *a priori* s'attendre à un ajustement plus rapide associé au quota, compte tenu de la nature obligatoire des dispositions contenues dans la loi, par opposition à la dimension plus facultative des codes de *soft law*. La *hard law* semble, de fait, le mode réglementaire généralement adopté précisément pour favoriser une prompt correction des déséquilibres.
- ✓ Quel est l'impact de ces deux stratégies réglementaires (*hard law* vs. *soft law*) sur les équilibres (hors genre) au sein des conseils ? De fait, la composition de ces organes obéit à différentes considérations, en termes d'expertise (financière, sectorielle ou liée à l'entreprise), d'expérience(s) professionnelle(s), d'indépendance (vis-à-vis de la direction), de nationalité, etc. Or il est assez probable que le *pool* de femmes potentiellement candidates à un poste d'administratrice présente des caractéristiques particulières au regard du *pool* d'hommes (sur ce point, cf. par exemple Ahern and Dittmar, 2012). L'intégration de nouvelles figures (ici de femmes) dans les conseils peut donc – ou non – remettre en cause les équilibres au sein des conseils, ou affecter de manière sensible leur structure (au-delà de la composition genrée, bien entendu). On peut ainsi *a priori* s'attendre à des effets disruptifs plus forts de la *hard law*, relativement à la *soft law*, au regard de son caractère obligatoire conférant, *a priori*, une moindre marge adaptative aux entreprises soumises à la réforme. L'exemple norvégien illustre clairement ce point : l'instauration d'un quota en 2008 a induit une

explosion de la proportion moyenne d'indépendants au sein des conseils des sociétés cotées, passant de 40 à 67% en quelques années (Bohren et Staubo, 2016). Pour Bohren et Staubo (2016), c'est précisément cet effet de bord (ou cette externalité) du quota qui explique les résultats peu satisfaisants rapportés par les études empiriques, quant à l'impact du quota norvégien sur la performance (mesurée en termes comptable et boursière) des entreprises (Ahern et Dittmar, 2012 ; Matsa et Miller, 2013). En d'autres termes, les résultats observés, peu satisfaisants, du quota sur la performance des entreprises ne s'expliqueraient pas *per se* par l'entrée de femmes dans les conseils, mais par le fait que ces femmes sont majoritairement indépendantes et souffrent, de fait, de certaines limites caractérisant les administrateurs indépendants soulignées dans la littérature économique récente.

3. Présentation des données

Notre étude empirique utilise deux types de données, individuelles (caractéristiques des administrateurs) et entreprises (bilan et compte de résultats des sociétés), pour la France et la Grande-Bretagne, sur la période 2007-2015. La provenance des jeux de données, appariées sur la base des ISIN des sociétés, est indiquée dans le tableau ci-dessous.

Tableau 2 : provenance des données

	<i>Données 'Administrateurs'</i>	<i>Données 'Enterprises'</i>
<i>France</i>	Ethics & Boards	Orbis
<i>Grande-Bretagne</i>	BoardEx	Orbis

La constitution de l'échantillon de sociétés a été réalisée en deux temps.

- i) Nous avons d'abord retenu les 120 plus grosses sociétés cotées (en termes de capitalisation boursière) pour l'année 2011 (soit le SBF120 en France et son équivalent côté britannique).
- ii) Nous avons ensuite éliminé les sociétés non présentes pendant 7 années au moins sur la période considérée (cylindrage du panel). Le nombre de sociétés observées chaque année dans notre échantillon final est indiqué dans le tableau 3.

Tableau 3 : description du panel d'entreprises

Annee	FR	GB	Total
2007	110	113	223
2008	111	114	225
2009	113	114	227
2010	113	114	227
2011	113	114	227
2012	113	114	227
2013	113	114	227
2014	113	114	227
2015	113	114	227
Total	1012	1025	2037

A ces 227 sociétés distinctes (113 britanniques, 114 françaises) correspondent 3993 personnes distinctes, soit la totalité des membres des conseils d'administration ou de surveillance sur la période retenue. Enfin, notre échantillon comprend un total de 24774 observations ou mandats (triplet personne/société/année).

Pour chacun des administrateurs, nous disposons des informations suivantes :

- son genre,
- son âge,
- son ancienneté (comme administrateur) au sein de l'entreprise,
- sa nationalité,
- sa carrière professionnelle,
- son éducation,
- son statut au sein du conseil (indépendant, affilié ou exécutif – tel que reporté dans le rapport annuel),
- le nombre de siège détenus dans des entreprises de notre échantillon.

A partir de l'expérience professionnelle, nous avons défini deux variables :

- une première variable d'expertise sectorielle (*Exp_sect*) prend la valeur 1 si l'individu a déjà travaillé (dans le passé ou présentement, et non pas en tant qu'administrateur)

dans une entreprise dont le secteur d'activité correspond (à partir d'un codage en 11 catégories) à la société dans laquelle il siège ;

- une seconde variable, d'expertise financière (*Exp_fi*), prend la valeur 1 si l'individu a déjà travaillé dans le secteur financier (au sens large : banque, assurance, fonds d'investissement, etc.).

Enfin, les informations sur l'éducation des administrateurs nous ont servi à définir une variable (*Elite*) qui prend la valeur 1 si l'individu est diplômé des institutions les plus prestigieuses dans son pays d'exercice (France ou Grande-Bretagne). Du côté français, ces institutions sont les suivantes : l'ENA, Polytechnique et l'Ecole des Mines. Du côté britannique, il s'agit des dix universités les plus prestigieuses (dont Cambridge et Oxford). Ces définitions, pour partie arbitraires, nous permettent d'avoir une proportion sensiblement équivalente d'administrateurs relevant de l'« élite » dans chacun des deux pays (soit 25% environ, cf. tableau 4 ci-dessous).

Du côté des entreprises, nous retenons les données suivantes : le secteur d'activité (en 11 positions), le nombre de salariés (au sein du groupe), le *Q* de Tobin (rapport de la valeur boursière sur la valeur comptable), le levier financier (rapport des dettes sur les fonds propres, en valeur comptable) et la rentabilité économique (*return on assets*, ou *ROA*) mesurée avant impôt. Par ailleurs, nous connaissons la taille du conseil (nombre d'administrateurs), ainsi que la structure du conseil dans le cas français (unitaire avec conseil d'administration ou duale avec conseil de surveillance). Enfin, la variable *Dualite* prend la valeur 1 s'il y a séparation entre les fonctions de Directeur général (*chief executive officer*) et Président du conseil (*chairman of the board*). A partir des données individuelles, nous avons également calculé la proportion, dans chaque conseil, d'administratrices, d'étrangers, d'indépendants, d'affiliés, d'*insiders* (exécutifs), d'experts sectoriels, de « cumulards » (*i.e.* disposant d'au moins deux mandats dans deux entreprises distinctes de notre échantillon), ainsi que l'âge moyen et l'ancienneté moyenne. Le tableau 4 ci-dessous rapporte les principales statistiques de chacune des variables : les variables « entreprises » sont présentées au niveau firme-année, et les variables individuelles au niveau individu-firme-année.

Tableau 4 : statistiques descriptives

<i>Variable</i>	<i>Grande-Bretagne</i>					<i>France</i>				
	<i>Obs</i>	<i>Moyenne</i>	<i>Ecart type</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Obs</i>	<i>Moyenne</i>	<i>Ecart type</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
Caractéristiques entreprises										
Nombre de salariés	955	46798	90720	56	648254	966	56700	78275	36	490042
Q de Tobin	975	1.279	1.410	0.008	11.184	936	0.744	0.777	0	7.486
Levier financier	859	1.258	1.407	0	9.237	925	1.321	1.273	0.018	8.283
ROA avant impôt	985	0.092	0.115	-0.840	0.652	966	0.050	0.075	-0.653	0.497
Taille du conseil	1012	10.415	2.421	5	21.000	1025	12.313	3.479	4	23
Conseil de surveillance	1012	0.000	0.000	0	0	1025	0.244	0.430	0	1
Dualité DG/Président	1012	0.972	0.164	0	1	1025	0.500	0.500	0	1
% de femmes	1012	0.137	0.098	0	0.500	1025	0.155	0.118	0	0.500
% d'étrangers	1012	0.306	0.253	0	1	1025	0.223	0.199	0	0.917
% d'indépendants	1012	0.608	0.119	0.222	0.923	1025	0.502	0.207	0	1
% d'insiders	1012	0.321	0.115	0	0.667	1025	0.097	0.111	0	0.833
% d'affiliés	1012	0.071	0.086	0	0.545	1025	0.401	0.207	0	0.933
% d'experts sectoriels	1012	0.507	0.171	0	0.917	1025	0.548	0.216	0	1
% « élites »	1012	0.250	0.152	0	0.714	1025	0.247	0.179	0	0.889
% de « cumulards »	1012	0.307	0.175	0	1	1025	0.334	0.195	0	0.889
Ancienneté moyenne	1012	4.5	1.5	1	12.6	1025	6.9	3.6	1	21.6
Âge moyen	1012	57.6	2.9	47.3	67.7	1025	58.5	4.3	41.9	69.1

Caractéristiques individuelles										
Femme	10540	0.140	0.347	0	1	14234	0.150	0.357	0	1
Etranger	10540	0.320	0.467	0	1	14234	0.226	0.418	0	1
Indépendant	10540	0.610	0.488	0	1	14234	0.476	0.499	0	1
Affilié	10540	0.072	0.259	0	1	14234	0.436	0.496	0	1
Insider	10540	0.318	0.466	0	1	14234	0.089	0.284	0	1
Expert sectoriel	10540	0.509	0.500	0	1	14234	0.562	0.496	0	1
Elite	10540	0.250	0.433	0	1	14234	0.258	0.437	0	1
Nombre de conseils	10540	0.383	0.646	0	4	14234	1.671	1.098	1	8
Ancienneté	10540	4.5	3.6	1	47	14234	7.0	6.5	1	65
Âge	10528	57.7	7.6	30	84	14170	58.8	9.9	22	96

Ce tableau permet d'observer les éléments suivants :

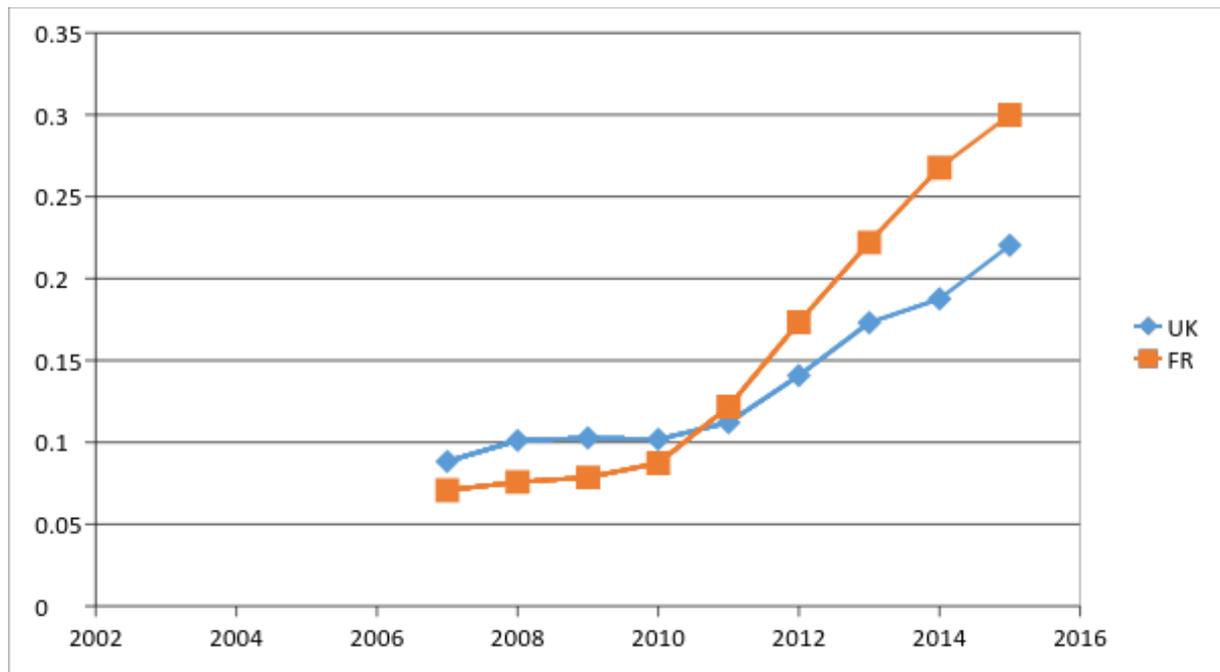
- ✓ Les sociétés britanniques sont légèrement plus petites que les sociétés françaises (en nombre de salariés), mais présentent des niveaux de rentabilité (*ROA*) et de valorisation boursière (*Tobin's Q*) significativement supérieurs. Le niveau d'endettement, en revanche, est très similaire en France et en Grande-Bretagne.
- ✓ La part (moyenne) de femmes sur la période est très proche (13,7% en Grande-Bretagne, contre 15,5% en France), de même que les proportions d'experts sectoriels, de cumulards et d'« élites ». On note que la séparation entre les fonctions de DG (Directeur général) et de Président est quasi-généralisée outre-Manche, alors qu'elle ne concerne qu'une moitié des sociétés en France. Une différence nette entre les deux pays concerne les statuts : on compte 61% d'indépendants en Grande-Bretagne, contre 47,8% en France, mais la part d'*insiders* est beaucoup plus forte outre-Manche (32 contre 9%). En d'autres termes, lorsque les membres du conseil ne sont pas indépendants, ils sont le plus souvent exécutifs en Grande-Bretagne et affiliés en France (à hauteur de 43,6%). On observe enfin une plus grande internationalisation des conseils britanniques, et une ancienneté moyenne nettement plus forte en France (4,5 ans contre 7 ans), indiquant un plus grand enracinement. L'âge moyen est très similaire dans les deux pays (57 contre 58 ans).
- ✓ Au niveau de la taille, il apparaît que les conseils britanniques sont plus petits que les conseils français (10,4 administrateurs en moyenne sur la période, contre 12,3) – une observation confirmée par de nombreuses études. En outre, ces tailles sont très stables sur l'ensemble de la période considérée. Ceci indique que les sociétés ont rééquilibré la mixité genrée des conseils (*cf. infra*) en faisant sortir des hommes, remplacés par des femmes. Deux stratégies alternatives auraient été possibles : un accroissement du nombre de femmes recrutées, tout en maintenant le nombre d'hommes (ce qui aurait fait croître la taille des conseils), ou une réduction du nombre d'hommes par éviction ou non-renouvellement (ce qui aurait fait baisser la taille des conseils). Cette stabilité de la taille a également pu être observée dans le cas norvégien (Bohren et Staubo, 2016).

4. Quels effets sur l'équilibre hommes / femmes ?

Notre première question de recherche concerne la rapidité de l'ajustement opéré, en fonction de la nature de la réglementation. La prédiction est que la *hard law* permet un ajustement plus prompt que la *soft law*. Le graphique 1 ci-dessous compare l'ajustement dans les deux pays. En 2007, la part moyenne d'administratrices est de 7% en France, légèrement en-dessous du taux britannique (8,8%). Des deux côtés de la Manche, l'année 2011 voit ces parts

croître significativement, après plusieurs années de relative stabilité. En France, le changement est plus net, avec un passage à 12,2% contre 11,2% en Grande-Bretagne. La période post-régulation est marquée par une croissance forte de la représentation des femmes dans les deux pays, quoique plus marquée en France. A la fin de la période (2014), les conseils français comptent en moyenne 30% de femmes (soit bien davantage que le seuil d'étape défini à 20%), contre 22% du côté britannique (proche de l'objectif visé en 2015 par le rapport de Lord Davies).

Graphique 1 : Evolution du % moyen de femmes dans les conseils



Source : base Ethics and Boards pour la France, BoardEx pour la Grande-Bretagne.

Echantillon : panel cylindré : SBF120 en 2011 et 120 plus grandes capitalisations boursières au LSE en 2011

Note : On considère qu'un administrateur nommé entre le 1^{er} janvier et le 31 décembre de l'année n est présent dans le conseil l'année $n+1$.

Ces éléments vont dans le sens de notre hypothèse initiale, prévoyant un **effet plus immédiat et marqué de la *hard law* quant à l'objectif de parité visé**. Les observations précédentes peuvent toutefois masquer des effets concomitants, affectant la proportion de femmes, mais sans rapport direct avec le type de réglementation choisie pour parvenir à un rééquilibrage de la mixité genrée des conseils. Afin d'obtenir une mesure plus propre de l'effet du quota relativement au code, ou de la *hard law* par rapport à la *soft law*, nous procédons à

l'estimation d'un modèle économétrique en double-différence. Il s'agit d'une stratégie commune en microéconométrie, utilisée afin de capter des effets causaux (par exemple, d'un dispositif réglementaire sur un *output*).

La démarche du modèle empirique peut être résumée de façon simple de la façon suivante :

- On observe, avant un choc réglementaire, les différences de niveau sur le paramètre qui nous intéresse (ici, le pourcentage de femmes dans les conseils d'administration) entre deux groupes (sociétés françaises et sociétés britanniques). Dans le cadre de la méthode économétrique que nous utilisons ici, cette différence constitue ce que l'on appelle la première différence.
- Puis on regarde comment, après un choc réglementaire sur l'un des deux groupes, les évolutions des deux groupes dans le temps vont, le cas échéant, différer l'une de l'autre. Il est alors essentiel de contrôler ces évolutions des variations concomitantes d'un certain nombre d'autres dimensions qui seraient susceptibles d'être à l'origine d'évolutions différentes des deux groupes (on peut en effet envisager que des facteurs propres à la Grande-Bretagne et/ ou à la France, autres que la mise en place d'une régulation en matière de parité dans les conseils d'administration, expliquent des évolutions divergentes des sociétés françaises et britanniques en matière de la composition genrée des conseils d'administration).
- Ce contrôle étant opéré, et la part des évolutions de la part des femmes dans les conseils britanniques et français imputable à d'autres facteurs que la mise en place d'une régulation en matière de parité étant ainsi identifiée, l'écart à la première différence (appelé la deuxième différence) peut alors être imputé au choc réglementaire, dont l'effet est ainsi identifié. L'hypothèse sous-jacente (ou identifiante) est qu'en l'absence d'un quota (remplacé par une approche volontaire) la France aurait suivi la même trajectoire que la Grande-Bretagne. Ceci implique de vérifier qu'avant le choc, les évolutions dans les deux pays n'étaient pas significativement différentes (cette hypothèse est traditionnellement qualifiée de *common trend assumption* dans la littérature économétrique).

Plus précisément, on définit les éléments suivants (avec j l'entreprise et t l'année) :

- ✓ $\%femmes_{j,t}$: la proportion de femmes (en %) dans le conseil de l'entreprise j l'année t ,
- ✓ $FR_j = 1$ si la société j est française (0 si j est britannique),
- ✓ $PR_t = 1$ si l'observation se situe sur la période post-régulatoire dans les deux pays (soit 2011-2015), 0 sinon,

- ✓ $X_{j,t}$: un vecteur de variables de contrôle (taille du conseil, conseil d'administration ou de surveillance, dualité P-DG, secteur d'activité de l'entreprise, nombre de salariés en log, Q de Tobin, ROA et levier financier²³⁵).

Le modèle suivant est alors testé (avec $\varepsilon_{j,t}$ le terme d'erreur) :

$$\%femmes_{j,t} = a.FR_j + b.PR_t + c.FR_j.PR_t + X_{j,t}.d + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

a identifie les tendances de long terme affectant les entreprises françaises indépendamment du quota sur les femmes. b identifie les tendances globales affectant, à partir de 2011, les sociétés britanniques et françaises. c identifie l'effet du quota sur les entreprises françaises (relativement à la *soft law*). C'est ce paramètre qui nous intéresse plus particulièrement dans le cadre de cette étude.

Le tableau 5 donne les résultats des estimations (en ne rapportant que les paramètres estimés a , b et c). Les écarts types sont corrigés (robustes) en tenant compte de la *clusterisation* (regroupement des observations) au niveau entreprise. La seconde colonne ajoute au modèle précédent des effets fixes entreprises, qui permettent de tenir compte de l'hétérogénéité non observée (et stable dans le temps) des firmes. Dans ce cas, ni la variable FR ni le secteur d'activité (qui ne varient pas dans le temps) ne sont estimés par le modèle.

²³⁵ Pour ces quatre dernières variables, issues de la base ORBIS, les données sont incomplètes – et ce pour les deux pays (environ 5% de données manquantes, cf. tableau 4). Afin de corriger des problèmes d'attrition (perte d'observations dans les régressions, due à des données manquantes parmi les régresseurs), nous procédons de la manière suivante (avec comme exemple le levier financier) : les valeurs manquantes sur la variable *Levier* sont mises à 0, et une indicatrice est créée prenant la valeur 1 si l'information était manquante, 0 sinon. Les deux variables sont alors introduites dans les régressions.

Tableau 5 : quota et part d'administratrices

	%femmes	%femmes
FR	-0.0326** (-2.22)	0 (.)
PR	0.0650** *	0.0631** *
	(10.01)	(9.04)
FR.PR	0.0697** *	0.0693** *
	(7.84)	(7.28)
R-sq	0.330	0.646
R-sq adj.	0.322	0.598
N	2037	2037
Ctrls entr.	Oui	Oui
Effets fixes	Non	Oui

*t-stat. entre parenthèse ; * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$*

Les deux estimations sont convergentes. Le coefficient associé à FR.PR est positif et significatif (au seuil de 1%), avec une valeur de 0,0697 (col.1) ou 0,0693 (col.2). Un différentiel de 7 points de pourcentage de la part de femmes est imputable au quota, relativement à une réglementation 'soft' (conditionnellement à nos observables). Dit autrement, **le quota législatif permet un surplus de 7 points de pourcentage en termes de mixité, par rapport à la soft law.**

Comme indiqué ci-dessus, un estimateur en double différence permet une identification de l'effet causal du choc réglementaire étudié à condition que les trajectoires des deux groupes (firmes françaises, traitées par le quota, et firmes britanniques, non traitées)

soient similaires dans la période pré-choc. Afin de nous assurer de la pertinence de la méthode statistique utilisée ici, nous vérifions que cette condition est bien vérifiée dans notre cas. Une indication en ce sens est fournie par le graphique 1 ci-dessus, où l'on voit que la proportion annuelle moyenne d'administratrices est globalement stable dans les deux pays sur les années 2007-2010 (avec donc une trajectoire semblable). On se propose de tester cette hypothèse plus précisément, de la manière suivante. On définit sur la période 2007-2010 le taux de variation du pourcentage de femmes dans la firme j comme la différence entre la part d'administratrices en 2010 et la part en 2007 (en j), rapportée à la part moyenne sur la période 2007-2010 (en j), soit²³⁶ :

$$TV\%femmes_j = (\%femmes_{j,2010} - \%femmes_{j,2007}) / \%femmes_{moy2007-2010,j}$$

On examine alors dans quelle mesure le fait d'appartenir au groupe des firmes françaises est associé, sur la période pré-quota, à une différence sur le taux de variation moyen de la part de femmes. Le modèle testé est le suivant (en reprenant les notations précédentes, et en notant TVX_j le vecteur des taux de variation moyens, sur la période, pour le log du nombre de salariés, le levier financier, le ROA avant impôt et le Q de Tobin) :

$$TV\%femmes_j = a.FR_j + TVX_j.b + \varepsilon_j \quad (2)$$

Le coefficient qui nous intéresse est a , associé au fait d'être une société française. Le modèle en double différence est correctement estimé si aucune différence significative n'apparaît, entre firmes françaises et britanniques, soit $\hat{a}=0$. Le tableau 6 ci-dessous, colonne 1, fournit les résultats de cette régression :

²³⁶ Le calcul d'un taux de variation annuel pose le problème des nombreuses occurrences où la part de femmes en $t-1$ (que l'on retrouve au dénominateur) est égale à 0. Dans notre approche, nous utilisons au dénominateur le taux de variation moyen sur la période, qui est très rarement égal à 0.

Tableau 6 : composition du conseil, taux de variation moyen sur la période pré-quota

	%femmes	%étr.	%indep.	%expert	%cumul.	%élite	tenure	Âge
FR	0.142	-0.0163	0.0617	0.0254	-0.0647	0.0717	-0.077	-0.008
	(-0.87)	(-0.12)	(-1.36)	(-0.55)	(-0.61)	(-0.74)	(-1.33)	(-1.36)
R-sq	0.065	0.059	0.056	0.04	0.011	0.065	0.024	0.027
N	176	176	176	176	176	176	176	176
Ctrls	Oui							

*t-stat. entre parenthèse ; * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$*

Le coefficient estimé, de 0,142, n'est pas significativement différent de 0 (t-stat à -0.87) : aucune différence n'est donc observable, avant l'instauration des réglementations en matière de genre, dans l'évolution de la mixité genrée au sein des conseils français et britanniques. Aucune différence significative n'apparaît entre firmes françaises et britanniques dans la période précédant le choc réglementaire. Ce résultat valide l'utilisation d'un estimateur en double différence et le choix de notre méthode économétrique.

5. Quels effets sur la composition du conseil (hors genre) ?

La section précédente nous a permis d'apprécier l'effectivité comparée des deux stratégies réglementaires – respectivement la loi (*hard law*) vs. le code (*soft law*) – mobilisées par la France et la Grande-Bretagne pour promouvoir la parité dans les conseils d'administration. Nous avons ainsi observé que le recours à la *hard law* a permis un ajustement, mesuré en termes d'accroissement de la part d'administratrices au sein des conseils, significativement plus marqué que la stratégie *soft law* (avec un différentiel de l'ordre de 7 points de pourcentage). Ce résultat, peu surprenant, confirme que la menace de sanctions juridiques conduit les entreprises à un alignement plus immédiat avec les dispositions légales. L'objectif ultime du régulateur, à savoir la mixité genrée des conseils, est donc plus rapidement atteint à l'aide d'un quota. Toutefois, cet avantage de la *hard law* doit être mis en regard des effets disruptifs

qui peuvent être induits par une règle non négociable. L'ajustement rapide et contraint des conseils a ainsi pu conduire les entreprises à des modifications substantielles – et non nécessairement choisies – des grands équilibres de leur conseil (en termes de statut, de compétences, de nationalité, *etc.*). Cette section cherche à mesurer plus précisément l'existence de ces éventuels « effets de bord » induits par la *hard law*.

5.1. Quels effets du quota législatif sur les grands équilibres des conseils français ? Une comparaison avec les effets du code britannique

Pour ce faire, nous avons reproduit la technique d'estimation précédente (modèle 1), mais en remplaçant la variable expliquée (la part de femmes) par d'autres dimensions : la part d'étrangers, d'indépendants, d'experts sectoriel, de cumulards, et d'anciens diplômés des écoles prestigieuses (« élites »), ainsi que l'ancienneté moyenne et l'âge moyen des conseils. Le tableau 6 ci-dessus conforte notre stratégie empirique, en indiquant que les évolutions comparées entre France et Grande-Bretagne avant le quota ne sont significativement différentes de 0 sur aucune de ces dimensions. La *common trend assumption* est validée (*cf. supra* pour la justification de cette hypothèse).

Le tableau 7 indique les résultats des estimations en double-différence – toutes réalisées avec des effets fixes entreprises.

Tableau 7 : quota et composition du conseil

	%étr.	%indep.	%expert	%cumul.	%élite	tenure	Âge
FR	0 (.)	0 (.)	0 (.)	0 (.)	0 (.)	0 (.)	0 (.)
PR	0.0219* *	0.0538***	-0.0189**	0.0383***	0.0144	0.424* **	1.001** *
	(2.40)	(7.36)	(-2.03)	(3.14)	(1.48)	(3.18)	(6.71)
FR.PR	0.00156	-0.0112	-0.00969	-0.0547***	-0.0232*	0.0952	- 0.798** *
	(0.12)	(-0.86)	(-0.65)	(-3.26)	(-1.86)	(0.46)	(-2.84)
Rsq	0.917	0.848	0.855	0.757	0.841	0.861	0.826
ad.Rs q	0.906	0.828	0.835	0.725	0.820	0.843	0.802
N	2037	2037	2037	2037	2037	2037	2037
Ctrls	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
E fixes	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui

*t-stat. entre parenthèse ; * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01*

La principale observation est que **le quota législatif** (associé aux coefficients sur FR.PR) **n'a que peu déformé la composition globale des conseils**. Nous ne mettons en valeur aucun effet statistique du quota sur le pourcentage d'étrangers, d'indépendants, d'experts sectoriels, ni sur l'ancienneté moyenne des administrateurs (les coefficients estimés sur FR.PR ne sont pas significativement différents de 0). Sur l'indépendance, ce résultat est à mettre en regard de la situation norvégienne, qui a vu l'indépendance des conseils s'accroître de manière importante suite à l'adoption du quota. Pour Bohren et Staubo (2016), ceci est susceptible d'expliquer les effets décevants du quota sur la performance des sociétés cotées

norvégiennes. Ce résultat est important et nouveau, par rapport à Bohren et Staubo (2016), en ce qu'il établit que, sur plusieurs dimensions essentielles de la gouvernance d'entreprise, **le recours à un quota législatif en France, par rapport à l'utilisation du code aux mêmes fins de promotion de la parité hommes / femmes en Grande-Bretagne, n'a pas conduit à une déformation majeure de la composition des conseils français, s'accompagnant potentiellement d'une désorganisation de ces derniers.**

Le tableau 7 permet également de faire un second constat. Sur trois dimensions, le quota a conduit à des changements importants au sein des conseils français, avec :

- une baisse (relativement à la *soft law*, de l'ordre de 5,5 points de %) de la part d'administrateurs cumulards,
- une baisse également (de l'ordre de 2,5 points, toujours relativement à la *soft law*) de la proportion d'administrateurs éduqués dans les établissements les plus élitistes,
- et enfin une réduction (d'environ 9 mois) de l'âge moyen des conseils.

Ces trois effets indiquent que **le quota a permis, plus que la *soft law*, de décroiser les conseils français – par un rajeunissement, une réduction du poids des élites, et une déconcentration de la détention de mandats.**

Au final, notre étude empirique suggère que, si des effets de bord sont associés au quota législatif français, ces effets paraissent avoir été moins disruptifs que décroiseurs. Les entreprises françaises semblent avoir réussi à s'adapter aux contraintes du quota, accroissant la mixité genrée de leur conseil tout en maintenant les grands équilibres en leur sein et en ouvrant ces organes à des individus moins insérés dans les réseaux d'influence traditionnels.

5.2. QUEL EFFET DU QUOTA LÉGISLATIF SUR LES CARACTÉRISTIQUES DES FEMMES RECRUTÉES DANS LES CONSEILS FRANÇAIS ? UNE COMPARAISON AVEC LES EFFETS DU CODE BRITANNIQUE

Pour étayer ce constat, nous proposons maintenant de resserrer la focale au niveau individuel (et non plus au niveau entreprise), en cherchant à mesurer l'effet du quota sur les caractéristiques des femmes recrutées. L'idée est de mieux comprendre le profil des personnes entrant dans les conseils à la suite du quota – de manière à caractériser finement les stratégies des entreprises face aux injonctions de la *hard law* (et ce relativement à la *soft law*). Notre question de recherche devient donc la suivante : l'application d'un quota législatif,

plutôt que d'une recommandation de *soft law* portée par un code, a-t-elle un impact sur les caractéristiques des femmes intégrant les conseils ? Pour répondre à cette question, nous procédons de manière similaire à ce que nous avons fait précédemment, en mobilisant un estimateur en double-différence.

Pour illustrer cette démarche, on peut prendre le cas de l'indépendance. La variable qui nous intéresse est alors la probabilité pour une femme d'être indépendante (c'est-à-dire, classée comme tel dans le rapport annuel). On cherche à quantifier les changements survenus post-quota dans cette grandeur, tout en contrôlant des caractéristiques de l'entreprise (il s'agit à nouveau ici de s'assurer que les changements possiblement survenus en matière d'indépendance sont bien associés à la mise en place du quota, et non à un autre facteur). Pour ce faire, on note $Indep_{i,j,t}$ une indicatrice qui prend la valeur 1 si l'individu i est indépendant dans la firme j à la date t (0 sinon). C'est la variable dépendante. On note par ailleurs w_i égale à 1 si i est une femme (0 sinon). Pour le reste, les notations sont similaires aux équations (1) et (2).

Le modèle testé est le suivant :

$$Indep_{i,j,t} = a.w_i + b.PR_t + c.w_i.PR_t + d.FR_j + e.w_i.FR_j + f.FR_j.PR_t + g.w_i.PR_t.FR_j + X_{j,t}.d + \varepsilon_{j,t} \quad (3)$$

Le coefficient g associé au terme d'interaction $w_i.PR_t.FR_j$ est celui qui nous intéresse : il mesure l'impact du quota (relativement à la *soft law*) sur la probabilité pour une femme d'être indépendante. Les écarts types sont corrigés (robustes) en tenant compte de la *clusterisation* au niveau entreprise, et nous introduisons des effets fixes entreprises (FR n'est donc pas estimé). Cette estimation peut être répétée pour d'autres dimensions individuelles : la probabilité d'être étrangère, experte du secteur, cumularde, d'appartenir aux « élites », ainsi que l'âge.

Les résultats des régressions sont présentés dans le tableau 8.

Tableau 8 : quota et caractéristiques des femmes

	Etr.	Indep.	Exp sect.	Cumul.	Elite	Age
w.PR.FR	0.0858**	0.134***	-0.0966*	0.00444	-0.00641	-0.229
	-2.13	-3.07	(-1.92)	-0.09	(-0.14)	(-0.25)
R-sq	0.243	0.137	0.143	0.122	0.129	0.164
adj. R-sq	0.236	0.128	0.135	0.113	0.12	0.156
N	24774	24774	24774	24774	24774	24698
Ctrls firmes	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Effets Fixes	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui

A première vue, les résultats peuvent paraître surprenants : les résultats sur données agrégées (tableau 7) et sur caractéristiques individuelles sont strictement opposés. En matière de composition du conseil, nous avons trouvé que le quota n'avait eu aucun effet sur l'indépendance, la part d'étrangers et la part d'experts sectoriels (tout cela relativement à une régulation *soft*), et avait réduit la proportion d'élites, de cumulards ainsi que l'âge moyen. Ici, on observe que le quota accroît les probabilités que les femmes recrutées dans la foulée soient indépendantes et étrangères et décroît la probabilité qu'elles soient expertes (au seuil de 10%), sans effet en revanche sur les dimensions « cumul », « élite » et « âge ».

Comment expliquer ces différences entre les deux types de régressions ?

La différence tient en fait à la nature des départs. De fait, la composition des conseils est, à un moment donné, le résultat conjoint des processus de recrutement et de sortie (non-renouvellement) des membres des conseils. Ainsi, dans le cas de l'indépendance, les femmes nouvellement recrutées, après le quota, sont manifestement assez largement indépendantes (plus que dans le cas de la *soft law*). Le fait que la part globale d'indépendants n'ait pas significativement augmenté suite à la mise en place du quota législatif sur la parité entre

hommes et femmes dans les conseils indique donc que les firmes françaises ont privilégié le départ d'administrateurs (hommes) également indépendants. En d'autres termes, les sociétés soumises au quota ont adapté le profil des partants (hommes) à celui des arrivantes (femmes), remplaçant des indépendants par des indépendantes.

Un mouvement analogue se retrouve concernant la nationalité et l'expertise des membres des conseils : des femmes étrangères sont ainsi venues remplacer des hommes étrangers au sein des conseils français, expliquant l'augmentation de la probabilité que les femmes recrutées soient étrangères en même temps que le fait que le quota n'ait eu aucun effet sur la part d'étrangers en matière de composition du conseil (relativement à une régulation *soft*).

De la même façon, des femmes non-expertes ont remplacé des hommes non-experts. Si le quota semble n'avoir eu aucun effet sur la part d'experts sectoriels au niveau de l'entreprise (ou de la composition du conseil), relativement à une régulation *soft*, il n'en demeure pas moins qu'il décroît la probabilité qu'elles soient expertes (au seuil de 10%).

En définitive, les grands équilibres au sein des conseils français n'ont ainsi été que très marginalement modifiés par la mise en place du quota législatif sur la parité entre hommes et femmes.

Concernant les trois autres dimensions, les choses sont différentes : le quota n'induit pas une diminution de la probabilité, pour les femmes, d'appartenir aux réseaux élitistes ou d'être cumulardes. Si ces parts ont globalement (au niveau du conseil) baissé (*cf.* tableau 7), c'est que les entreprises françaises ont profité de la nouvelle réglementation pour favoriser le départ des administrateurs appartenant à ces réseaux et cumulant les sièges. De même, elles ont sorti en priorité les administrateurs les plus âgés, de sorte que même sans différence d'âge au niveau des arrivées, l'âge moyen des conseils a baissé suite au quota (relativement à la *soft law*).

Résumé et conclusion

Les travaux d'économie du droit consacrés aux codes de gouvernance d'entreprise développent, le plus souvent, une analyse uniquement théorique des coûts et avantages de cette technologie juridique. En particulier, ils ne permettent pas de déterminer si la même disposition de gouvernance produit des effets similaires ou différents, selon qu'elle soit portée par du droit légiféré (*hard law*) ou un code (*soft law*). L'absence d'analyses empiriques en la matière ne permet en outre pas de comparer de façon rigoureuse les effets de la loi et du code de gouvernance.

L'étude économétrique réalisée ici constitue dans ce contexte une première analyse empirique originale permettant d'évaluer et de comparer les effets respectifs des codes et de la loi dans une perspective de rééquilibrage de la composition femmes – hommes des conseils d'administration. Précisément, nous posons deux questions :

- Nous nous intéressons tout d'abord à l'impact de la *hard law* (ou d'un dispositif de quota législatif), relativement à la *soft law* (incarnée dans un code de gouvernance) sur la représentation des femmes au sein des conseils d'administration.
- Dans le prolongement de cette question, nous étudions ensuite l'impact d'un recours à un quota législatif par rapport au recours à un code de gouvernance sur les équilibres (hors répartition femmes - hommes) au sein des conseils (par exemple, sur l'expertise financière ou sectorielle des administrateurs, leur expérience professionnelle, leur indépendance vis-à-vis de la direction, leur nationalité, *etc.*

En lien avec ces deux questions, nos hypothèses sont les suivantes :

- Concernant l'impact d'un quota législatif relativement à une disposition d'un code de gouvernance sur la représentation des femmes au sein des conseils d'administration, nous nous attendons *a priori* à un ajustement vers la parité plus rapide associé au dispositif législatif. Notre intuition est qu'une disposition législative, en raison de son caractère obligatoire, est susceptible de conduire les entreprises à établir la parité femmes – hommes dans les conseils d'administration plus rapidement et plus fortement qu'une disposition facultative contenue dans un code de gouvernance fondé sur le principe du *comply or explain* ;
- Concernant l'impact d'un recours à un quota législatif par rapport au recours à un code de gouvernance sur les équilibres (hors composition genrée) au sein des conseils, nous nous attendons à de possibles effets disruptifs de la loi par rapport au code, se traduisant par une « déformation » des conseils d'administration français suite à la mise en place du quota législatif. Ce résultat est en particulier celui mis en évidence dans le cas norvégien, avec la forte croissance de la proportion d'indépendants au sein des conseils des sociétés cotées suite à la mise en place d'un quota de femmes dans les conseils d'administration en 2008. L'intuition est ici double. D'une part, il est possible que le *pool* de femmes potentiellement candidates à un poste d'administratrice présente des caractéristiques particulières au regard du *pool* d'hommes ; les caractéristiques particulières de ce *pool* pourraient alors influencer la composition des conseils postérieurement à la mise en place de la régulation sur la parité. D'autre part, le caractère obligatoire de la loi n'autorise aux entreprises qu'une faible marge d'adaptation, par opposition avec les codes de gouvernance, de manière générale constitués de dispositions facultatives. Dans ces conditions, nous nous

attendons éventuellement à ce que l'ajustement rapide et contraint des conseils à des fins de conformité avec la loi sur la parité conduise les entreprises françaises à des modifications substantielles des grands équilibres de leur conseil.

Nos résultats sont les suivants :

- Premièrement, et conformément à notre hypothèse initiale, nous identifions un effet plus immédiat et marqué du quota législatif quant à l'objectif de parité femmes – hommes visé, par rapport à l'effet du code de gouvernance britannique. Lorsque nous contrôlons des facteurs autres que le choc législatif susceptibles d'expliquer la performance française supérieure en matière de parité dans les conseils d'administration, ce résultat est préservé et nous trouvons que le quota législatif permet un surplus de 7 points de pourcentage en termes de mixité, par rapport à la *soft law*. Il apparaît donc que l'objectif de parité du régulateur est plus rapidement atteint à l'aide d'une disposition législative de type quota, par rapport à une disposition contenue dans un code de gouvernance. Une interprétation simple de ce résultat est que la menace de sanctions juridiques traditionnelles associées au quota législatif incite fortement les entreprises à la mise en conformité avec les dispositions législatives.
- Deuxièmement, nous trouvons que les entreprises françaises ont réussi à organiser leur conformité à la loi sans remettre en cause les grands équilibres structurants de leurs conseils d'administration (par exemple, en termes de compétence, d'indépendance, *etc.*). Nous n'observons en effet pas d'effets disruptifs majeurs sur ces conseils suite à la mise en œuvre de la loi. Nous montrons ainsi que les entreprises françaises se sont conformées à la loi en adoptant une stratégie de remplacement de leurs sortants (hommes) par des entrantes (femmes) aux profils similaires : des femmes indépendantes, souvent étrangères et peu expertes du secteur sont ainsi venues se substituer à des hommes eux-mêmes indépendants, souvent étrangers et peu experts.
- Troisièmement, nous trouvons que le quota législatif a conduit à un décroisement des conseils des entreprises françaises. Les sortants sont en effet en priorité des hommes âgés, cumulards, et appartenant aux réseaux éducatifs traditionnels.

En définitive, les dispositions législatives françaises se sont traduites par un ajustement de la composition des conseils d'administration français plus fort et plus rapide dans le sens de la parité femmes – hommes, relativement à des dispositions similaires de *soft law*. En outre, le quota législatif français ne semble pas avoir engendré les effets disruptifs attendus *ex ante*.

Nos résultats viennent donc nuancer le discours largement dominant à l'heure actuelle dans l'analyse économique du droit, soutenant le plus souvent l'idée de la supériorité de la *soft law* par rapport à la *hard law*. Alors que l'analyse économique insiste fréquemment sur le caractère contraignant de la loi et la difficulté pour les entreprises de se conformer aux injonctions législatives sans inflexion majeure de leurs orientations et choix antérieurs, et en tire des conclusions généralement favorables à la *soft law*, par définition plus souple, nous trouvons que la loi française sur la parité femmes – hommes dans les conseils d'administration a permis d'atteindre l'objectif de parité plus rapidement que le code britannique, ne s'est pas traduite par une « déformation » de la composition des conseils (hors composition genrée) et n'a pas remis en cause les grands équilibres des conseils antérieurs au choc législatif. Dans le débat aujourd'hui encore largement théorique sur les effets respectifs des codes de gouvernance et de la législation, nos résultats invitent donc à la prudence, en soulignant que la loi n'est pas *par nature* plus inefficace que le code autorégulé en ce qu'elle conduirait systématiquement les agents régulés (ici, les entreprises) à des choix inefficaces et fortement différents de leurs choix antérieurs.

Pour autant, nos résultats doivent être interprétés avec précaution. Ils sont en effet valables dans le cadre d'analyse et le contexte très précis qui sont les nôtres, et que nous avons exposés dans le détail dans cette contribution. Ils sont ainsi pertinents concernant les effets de la mise en œuvre de la régulation de la parité femmes – hommes en France et en Grande-Bretagne en 2010-2011, et dans le cadre de notre comparaison entre la loi française et le code britannique dans ce domaine. S'ils fournissent un éclairage nouveau et original sur la question, peu traitée, des effets relatifs de ces deux technologies juridiques, il n'en demeure pas moins qu'ils ne sont pas directement ou systématiquement généralisables à d'autres contextes – des conclusions différentes ne peuvent donc pas être exclues dans des contextes juridiques, géographiques, culturels ou temporels différents. En d'autres termes, notre analyse permet d'affirmer que la loi a permis d'atteindre les objectifs de parité femmes – hommes dans les conseils d'administration de façon rapide et sans effets disruptifs majeurs en France, relativement au code britannique. En ce sens, et à rebours des analyses économiques soulignant le plus souvent les inconvénients associés à la technologie législative et, symétriquement, les avantages des codes de *soft law*, elle s'est avérée plus « efficace » que le code de gouvernance britannique – au sens où elle a permis d'atteindre un objectif donné de parité. Cette conclusion, originale en ce qu'elle contribue au débat sur le choix entre légiférer ou laisser les entreprises s'autoréguler à travers des codes en matière de gouvernance, demande maintenant à être corroboré par des travaux ultérieurs.

Références

- Adams R. 2016. "Women on boards: The superheroes of tomorrow?", *Leadership Quarterly*, 27, 371-386.
- Ahern K. R., A. K. Dittmar. 2012. "The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation", *The Quarterly Journal of Economics*, 127, 1, 137-197.
- Bohren O., S. Staubo. 2016. "Mandatory Gender Balance and Board Independence", *European Financial Management*, 22, 1, 3-30.
- Matsa D. A., A. Miller. 2013. "A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas", *American Economic Journal: Applied Economics*, 5, 3, 136-69.

Axe 3

Pour quelle(s) gouvernance(s) ?

Partie 3 : Pour quelle(s) gouvernance(s) ?

Au terme de la deuxième partie, la difficulté à saisir l'effectivité des codes de gouvernance ne s'estompe pas. Surgit alors une interrogation sur la faculté des codes de gouvernance à contribuer aux évolutions de la gouvernance d'entreprise qui sont au centre des débats depuis la crise de 2008. Les limites de la *corporate governance*, la nécessité de tenir compte des parties prenantes autres que les actionnaires, mais aussi l'urgence de prendre en considération la pluralité des types de sociétés – aussi bien au regard de leurs activités que de leurs structures – mettent à l'épreuve les codes de gouvernance. C'est ainsi que la première contribution de cet axe vise à examiner le rôle des codes de gouvernance, destinés aux sociétés cotées, à l'égard des sociétés non cotées. Désireuse de vérifier si la force d'irradiation des codes dépasse le cercle des destinataires « naturels », Aurélie Ballot-Léna a, en définitive, été prise à contrepied de son intuition initiale : les sociétés non cotées ont développé leur propre réseau de « bonnes pratiques » de gouvernement d'entreprise. La contribution met ainsi en lumière le besoin d'une standardisation des pratiques dont la réalisation ne passe pas nécessairement par la discipline de marché.

Précisément, la dernière contribution tend à mettre en lumière l'irréductible contradiction qui traverse l'ambition de transformer des modes de fonctionnement internes aux sociétés au moyen d'instruments qui prennent appui sur la discipline de marché. Pour ce faire, Tatiana Sachs emprunte deux voies : une comparaison entre les procédés de justification qu'implique le principe du *comply* et les obligations de rendre compte qui prennent place en matière de responsabilité sociale des entreprises d'un côté ; une étude des explicitations fournies par les sociétés du CAC 40 lorsqu'elles prennent des libertés à l'égard de leur code de référence d'autre part. De cette étude ressort une préconisation : la rénovation du gouvernement d'entreprise ne peut prendre appui uniquement sur des instruments dont l'effectivité dépend de la discipline de marché. Deux pistes sont évoquées : le développement de dispositifs de corégulation d'une part, l'adoption de statuts pour des entreprises à mission d'autre part.

Chapitre 8 – Codes de gouvernance et sociétés non cotées

Aurélie Ballot-Léna (Université Paris Nanterre, Cedcace)

Introduction

Une manière d'évaluer l'efficacité des codes de gouvernance peut être de rechercher s'ils ont une influence en dehors de leur strict champ d'application. Plusieurs axes d'étude sont alors possibles. Il est, par exemple, possible d'observer l'effet vertical de ces codes, c'est-à-dire leur éventuelle influence sur le législateur et les autorités de contrôle - que ce soit le juge ou l'AMF. Un autre axe de recherche possible porte sur l'effet horizontal des codes, ce qui revient à se demander si des entreprises, qui en principe ne sont pas soumises à l'obligation de se référer à un code de gouvernance, le font spontanément. L'étude proposée par la première branche de l'alternative n'est pas nouvelle. Il existe déjà de nombreuses analyses sur les codes de gouvernance sous l'angle des sources du droit²³⁷. Plus originale, en revanche, est la seconde branche de l'alternative. Pour cette raison, il a été décidé de rechercher si des sociétés qui échappent en principe à l'obligation de se référer à un code de gouvernement d'entreprise se plient volontairement à une telle pratique.

Pour mener cette étude, il a été décidé de s'intéresser aux sociétés non cotées. Seules, en effet, les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé sont soumises à l'obligation de se référer à un code de gouvernement d'entreprise prévue par l'art. L. 225-37-4, 8° du code de commerce²³⁸. Il est, dès lors, paru intéressant de rechercher si des

²³⁷ C. Coupet, « Les normes d'origine privée », RTD Com. 2015 p.437; P. Deumier, « Les sources de l'éthique des affaires. Codes de bonne conduite, chartes et autres règles éthiques », in *Libre droit, mélanges en l'honneur de Ph. le Tourneau*, Dalloz, 2008, p. 337 ; B. Fages, « Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise », Bull. Joly 2009, p. 428 ; V. Lasserre-Kiesow, *Le nouvel ordre juridique*, 2015, LexisNexis ; Y. Paclot, « La juridicité du code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », Rev. sociétés 2011, p. 395; G. Parleani, « La multiplication des sources », in *Regards sur l'évolution du droit des sociétés depuis la loi du 24 juillet 1966*, édition Dalloz, à paraître; A. Couret, « Les commandements de la gouvernance », *Ibid.*

²³⁸ L'ordonnance [n°2017-1162 du 12 juillet 2017, adoptée sur habilitation du gouvernement par la loi « Sapin 2 » n°2016-1691 du 9 décembre 2016 a sensiblement modifié les obligations à la charge des sociétés anonymes et sociétés en commandite par actions en matière de gouvernance. Le rapport du président a été remplacé par un rapport « sur le gouvernement d'entreprise », dont le contenu est précisé et qui doit être joint au rapport de gestion, ou présenté au sein d'une section spécifique du rapport de gestion \(cf. nouvel art. L. 225-37 ; L. 225-68 et L.226-10-1 du c. com. ; sur le contenu de ce rapport, v. les art. L. 225-37-3 à L. 225-37-5 c.com.\). Pour autant,](#)

sociétés non cotées, c'est-à-dire dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, se réfèrent à des codes de gouvernance ou à des documents s'en approchant, étant précisé qu'à l'époque où l'étude a été faite, antérieure à l'ordonnance n°2017-1162 du 12 juillet 2017, les sociétés anonymes et les sociétés en commandites par actions non cotées n'étaient pas encore tenues d'effectuer un rapport spécial « sur le gouvernement d'entreprise »²³⁹. Aucune obligation légale ne leur imposait donc de communiquer sur leurs pratiques en la matière. Dans un tel contexte, l'étude des sociétés non cotées était intéressante à plusieurs égards. S'interroger sur la place des codes de gouvernance dans de telles sociétés offrait un angle d'étude original pour apprécier, non seulement la valeur et la portée de ces codes, mais également l'influence des valeurs qu'ils véhiculent – celles de la *corporate governance* – dans ce type d'entreprises²⁴⁰. De plus, la distinction entre société cotée et société non cotée, bien que présente dans les textes²⁴¹, n'est que peu étudiée par la doctrine²⁴².

Sans doute, une telle étude ne pouvait se faire sans difficulté. Les sociétés non cotées n'étant pas soumises aux règles de transparence du marché, il est plus difficile d'avoir accès aux informations sur l'organisation de leur gouvernance et l'adoption éventuelle d'un code de gouvernance. En outre, et surtout, ces sociétés constituent une catégorie d'entreprises beaucoup plus vaste et hétérogènes que les sociétés cotées. D'abord, elles sont de tailles diverses (TPE, PME, ETI, GE), ce qui a nécessairement une incidence sur l'organisation de leur

[en vertu du nouvel art. L. 225-37-4](#), 8° du même code, seules les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé sont tenues d'indiquer si elles se réfèrent, ou non, à un code de gouvernement d'entreprise. Selon le texte, pour ces sociétés le rapport doit indiquer « 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 ».

²³⁹ v. *supra*, note précédente.

²⁴⁰ *Rapp.* « La gouvernance des sociétés non cotées », dossier spécial *in* Journal des sociétés 2011, n°88 ; v. égal. I. Beyneix et S. Hebert, « La "corporate governance des PME" : un oxymore apparent », JCP E 2011, 1760.

²⁴¹ De nombreuses obligations légales, en droit des sociétés, sont limitées aux sociétés cotées, principalement en termes d'information financière. Pour cela, il a été expliqué que « deux droits des sociétés (se côtoient), celui des sociétés non cotées, l'autre (...) celui des sociétés cotées » (P. Merle, *Sociétés commerciales*, Précis Dalloz, 10^e éd., 2005, n° 18). Cf. D. Ohl, *Droit des sociétés cotées*, Juris-Classeur, 2003.

²⁴² V., toutefois, sur la distinction des sociétés cotées et non cotées : P.-H. Conac, « La distinction des sociétés cotées et non cotées » *Rev. sociétés* 2005, p. 67 et M.-A. Frison-Roche, *La distinction entre sociétés cotées et non cotées*, Mélanges AEDBF, 1997, p. 197 ; v. égal. Sur les sociétés cotées : S. de Vendeuil, « Nouvelles régulations économiques et amélioration des droits des actionnaires dans les sociétés par actions non cotées », JCP E 2001, p. 1220 ; H. Boissel-Dombreval, « Le droit d'information des actionnaires des sociétés non cotée après les récentes réformes » *Gaz. Pal.* 2004. Doctr. 1649 ; Dossier « La gouvernance des sociétés non cotées », *Journ. Sociétés*, juin 2011 ; M. Germain, « Les moyens de l'égalité des associés dans les sociétés par actions non cotées », Mélanges P. Didier, *Economica*, 2008, p. 189, et A. Kitsou, *Le Gouvernement d'entreprise dans les sociétés non cotées familiales*, thèse Ronéo, Strasbourg, 2013.

gouvernance. Ensuite, elles sont de structures diverses. Or, selon la forme sociale adoptée, l'organisation de la gouvernance varie et ne soulève pas nécessairement les mêmes difficultés²⁴³. En outre, les sociétés non cotées répondent à des caractéristiques des plus diverses. Peuvent être distinguées les sociétés fermées et concentrées, où la majorité voire la totalité du capital appartient à une ou quelques personnes, telles que les sociétés familiales, des sociétés innovantes ou de croissance – les *start-up* – qui doivent faire appel à des investisseurs externes pour se développer. La présence de tels investisseurs dans le capital implique souvent le respect de règles de gouvernance, à la demande de l'investisseur lui-même. En revanche, dans une société familiale fermée, la référence aux préceptes du gouvernement d'entreprise paraît, de prime abord, moins nécessaire. De même, il convient de distinguer les sociétés qui ne veulent pas être cotées en bourse par choix stratégique des sociétés de croissance qui comptent, à terme, faire appel aux marchés financiers. Une société qui répond aux conditions d'admission aux négociations sur un marché réglementé mais qui décide, par choix stratégique, de ne pas être cotée en bourse n'a sans doute pas la même approche des questions de gouvernance qu'une société en pleine croissance qui espère, à terme, être cotée en bourse et qui peut, dans cette optique, choisir de se soumettre par anticipation à un code de gouvernance. Enfin, il ne faut pas perdre de vue que les sociétés non cotées appartiennent souvent à des groupes de sociétés dont l'un des membres, au moins, est tenu de se référer à un code de gouvernance. Or, comme cela a été expliqué, il est « probable que, par un effet d'osmose, les filiales des sociétés cotées seront conduites elles aussi à appliquer les principes de la *corporate governance*, de telle sorte que, petit à petit, le mouvement s'étendra à l'ensemble des sociétés »²⁴⁴. Pour les besoins de cette étude seules seront prises en considération les sociétés qui ne seraient pas tenue, fût-ce indirectement ou à terme, de se référer à un code de gouvernance.

Ces entreprises sont, incontestablement, réceptives à certaines des valeurs portées par les codes de gouvernance. Le développement constaté de tels outils peut donc être vu comme une réponse à un « rendez-vous manqué » d'étendre à toutes les formes d'entreprises les valeurs de la *corporate governance*²⁴⁵ - rendez-vous toutefois partiellement honoré puisque

²⁴³ Que l'on songe, par exemple, à la rémunération du dirigeant : si en matière de SA, la rémunération des mandataires sociaux relève de la compétence exclusive du conseil d'administration (cf. art. L. 225-47 c. com.), ce qui peut justifier la mise en place d'un mécanisme de type *say on pay* devant permettre aux actionnaires de se prononcer sur ce point (cf. art. L. 225-37-2 c. com.), en revanche, dans une SARL comme dans les autres sociétés de personnes, la liberté statutaire permet déjà à l'assemblée générale de se prononcer sur cette question (Cf. Com., 25 sept. 2012, n° 11-22.754, D. 2012. 2302, obs. A. Lienhard ; Rev. sociétés 2013. 224, note A. Lecourt : « Attendu que la rémunération du gérant d'une société à responsabilité limitée est déterminée soit par les statuts, soit par une décision de la collectivité des associés ».).

²⁴⁴ V. Magnier, Rep. Dalloz Droit des sociétés, v° Gouvernance des sociétés cotées, n°7.

²⁴⁵ Cf. H. Le Nabasque, « La SAS et la loi sur les nouvelles régulations économiques (1) », Rev. soc. 2001, p. 589, qui dénonçait, s'agissant des travaux préparatoires de la loi NRE du 15 mai 2001, une « volonté de ne pas

l'ordonnance précitée du 12 juillet 2017 a, depuis, consacré une obligation pour les sociétés anonymes et sociétés en commandite par actions, mais uniquement pour ces dernières, d'établir un rapport sur le gouvernement d'entreprise (cf. art. L. 225-37 ; L. 225-68 et L. 226-10-1 c.com. précités). Le développement, par la pratique, de tels outils montre également la nécessaire adaptation de ces outils aux spécificités de ce type d'entreprises²⁴⁶. Pour aboutir à ce résultat, l'étude a été menée en trois temps. Il s'est d'abord agi de rechercher s'il existait, en pratique, des codes de gouvernance propres aux sociétés non cotées (1). Ensuite, il est apparu intéressant d'analyser le contenu des documents trouvés, pour déterminer s'ils étaient assimilables à ceux existant pour les sociétés cotées (2). Enfin, dans un troisième temps, il s'est agi d'étudier comment ces outils étaient reçus par les opérateurs et par le juge (3).

appréhender les diverses vitesses du droit des sociétés, de quoi lasser et irriter, comme si la loi avait, une nouvelle fois, en ce domaine, manqué le rendez-vous ».

²⁴⁶ En ce sens, v. I. Beyneix et S. Hebert, art. préc., n°13 et s.

1. L'existence de codes de gouvernance pour les sociétés non cotées

Depuis la crise financière de 2008, les initiatives se sont multipliées et il existe désormais, en matière de gouvernance, un nombre important de documents se présentant comme des outils à la disposition des entreprises non cotées. C'est à l'étranger que l'on trouve les modèles les plus aboutis (1.1.). En France, il existe quelques exemples qui résultent principalement d'initiatives privées (1.2.). La qualification de tels documents reste toutefois à préciser (1.3.).

1.1. La question de la place de la *corporate governance* dans les sociétés non cotées n'est ni nouvelle, ni franco-française. Ainsi, en 2011, à l'occasion de son Livre Vert sur le « cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », la Commission européenne relevait qu'« une bonne gouvernance d'entreprise peut aussi importer aux détenteurs de parts de sociétés non cotées. Or, si certains aspects de la gouvernance d'entreprise sont déjà couverts par les dispositions du droit des sociétés applicables aux sociétés privées, beaucoup d'autres ne le sont pas. Peut-être faudra-t-il donc encourager la publication de recommandations en matière de gouvernance d'entreprise à l'intention des sociétés non cotées. De fait, une gouvernance adaptée et efficace compte tout autant pour les sociétés non cotées, *a fortiori* vu l'importance économique de certaines sociétés non cotées de très grande taille ». Pour cela, le Livre vert avait clairement posé la question suivante : « Convierait-il de prendre des mesures au niveau de l'UE en ce qui concerne la gouvernance d'entreprise des sociétés non cotées ? L'UE devrait-elle se concentrer sur des mesures visant à promouvoir l'élaboration et l'application de codes volontaires pour les sociétés non cotées »? Sans apporter de réponse à cette question, la Commission avait relevé que plusieurs pays ou institutions avaient déjà édicté un tel code ou un document s'en rapprochant, relatif à la gouvernance des sociétés non cotées.

Il a été constaté que dans certains pays, les sociétés non cotées sont soumises aux mêmes codes de gouvernances que les sociétés cotées²⁴⁷. Par ailleurs, certains pays connaissent des codes de gouvernance spécifiquement élaborés pour les sociétés non cotées. Ces codes peuvent avoir été édictés par les pouvoirs publics. C'est le cas, en Finlande, à l'initiative de la Chambre centrale du commerce, « *Improving corporate governance of unlisted companies* » ou encore, au Pakistan, de l'adoption par l'Agence de régulation financière (*Securities and Exchange Commission of Pakistan - SECP*) des *Principles of Corporate Governance for Non-listed Companies*. Mais le plus souvent, semble-t-il, de tels codes résultent d'initiatives privées. Il en va ainsi au Royaume-Uni, avec le *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK*, à l'initiative de l'*Institute of Directors* ou, en Belgique, à

²⁴⁷ Cf. l'annexe 1 : tableau de présentation des codes de gouvernance dont l'une des entrées concerne les destinataires des codes. L'Inde et l'Algérie sont des exemples parmi d'autres.

l'initiative du Baron Buysse, du Code éponyme²⁴⁸. On peut même relever des initiatives transfrontalières, telle que le *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe* édicté par l'association européenne de dirigeants EcoDa. Ce document est présenté comme des *Guidelines* devant aider les entreprises non cotées à organiser leur gestion et leur développement. La présentation de ce dernier instrument permet de comprendre le développement de ces outils. Dans un contexte post crise financière, et alors que, selon eux, les sociétés non cotées ont été « négligées » par les pouvoirs publics, ils sont présentés comme un recueil de bonnes pratiques édicté par les opérateurs eux-mêmes²⁴⁹.

1.2. En France, il ne semble pas exister de document s'intitulant « code de gouvernement d'entreprise » ou « code de gouvernance » destiné spécifiquement aux sociétés non cotées. Pour autant, des outils existent. Ainsi, que ce soit le code AFEP-MEDEF ou le code Middlednext, tous deux envisagent expressément la possibilité d'être appliquée par les sociétés non cotées²⁵⁰. S'agissant du premier d'entre eux, il est indiqué que « les présentes recommandations s'adressent aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé » mais qu'il « est également souhaitable et recommandé que les autres sociétés appliquent ces recommandations en tout ou partie en les adaptant à leurs spécificités »²⁵¹. Quant au second, il y est indiqué que « les entreprises non cotées, les entreprises soumises ou non à la rédaction du rapport du président peuvent se référer aux points de vigilance »²⁵² qu'il énonce. La révision opérée en septembre 2016 devait, notamment, permettre de « proposer un Code à toutes les entreprises qui le souhaiteront et le jugeront approprié »²⁵³.

En outre, depuis quelques années des documents qui ne se présentent pas formellement comme des codes de gouvernance mais comme des recueils de bonnes pratiques ou de recommandations peuvent être appliqués par les sociétés non cotées. L'exemple le plus représentatif est sans doute un document élaboré par l'institut français des administrateurs (l'IFA), organisme créé à l'initiative de la Chambre de commerce et de l'industrie (CCI). Cet institut a mené des travaux sur la gouvernance des entreprises de taille intermédiaire et, plus

²⁴⁸ « Code Buysse II. Corporate governance. Recommandations à l'attention des entreprises non cotées en bourse ».

²⁴⁹ EcoDa, « *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe* », p. 7 ; Rapp. H. Le Nabasque, article précité *supra*, faisant référence au rendez-vous manqué du législateur à propos de la loi NRE du 15 mai 2001.

²⁵⁰ En revanche, les « recommandations sur le gouvernement d'entreprise » de l'AFG – association de la gestion financière, qui représente et défend les intérêts des professionnels de la gestion de portefeuille pour compte de tiers ne se présente pas comme un code pouvant être adopté au titre de la règle *comply or explain*, ni comme étant applicable aux sociétés non cotées.

²⁵¹ Code AFEP-MEDEF, p.1.

²⁵² Code Middlednext, pp. 10 et 11.

²⁵³ *Ibid.*

spécifiquement, sur la SAS qui est nécessairement non cotée²⁵⁴. Elle a, ainsi, publié en novembre 2016 un document regroupant des recommandations sur les « meilleurs pratiques » en termes de Gouvernance dans la SAS²⁵⁵. De même, l'association d'administrateurs APIA (Administrateurs Professionnels Indépendants Associés) a mis en place divers documents tels qu'un « guide pratique » relatif à la Gouvernance spécialement dédié aux PME et ETI. Ce dernier est présenté comme une alternative aux codes établis pour les sociétés cotées. On lit ainsi en introduction : « le dirigeant d'une entreprise moyenne non cotée ne trouve pas forcément dans les codes actuels (AFEP-MEDEF, MIDDLENEXT, ADAE) les réponses appropriées pour la mise en place ou l'amélioration de son système de gouvernance. APIA, Administrateurs Professionnels Indépendants Associés, a donc considéré qu'il existait une lacune à combler afin de donner aux nombreuses entreprises qui le souhaitent les repères pour mettre en place une gouvernance souple, conforme aux règles légales permettant aussi le contrôle, l'amélioration de leur performance et la préservation de leur intérêt social »²⁵⁶. En outre, il y a des initiatives plus scientifiques comme, par exemple, une étude parue dans une revue d'expertise comptable dont le titre est « Décliner les règles de gouvernance aux PME et ETI » ou les ouvrages et études universitaires parues sur le thème de la gouvernance dans les sociétés, comme l'ouvrage de M. Durand-Barthez sur « La gouvernance dans les sociétés »²⁵⁷.

1.3. Ces différents documents contenant des recommandations en termes de gouvernance, on peut se demander s'ils peuvent constituer, pour autant, des codes de gouvernance. Sans doute, à l'analyse, une telle qualification – à supposer qu'elle existe – prêterait à discussion. S'il on s'en tient aux termes de l'art. L. 225-37-4 du c. com., les sociétés cotées doivent se soumettre à « un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises » (ou justifier des raisons pour lesquelles elles ne le font pas). De ce texte il résulte une double condition : le document doit émaner d'une « organisation représentative des entreprises » et il doit pouvoir être qualifié de code. Si l'on peut aisément appliquer le premier critère, pour exclure – à tort peut-être – les initiatives scientifiques et ne retenir que les initiatives émanant de la pratique, la mise en œuvre du second critère s'avère plus délicate. A partir de quand, en effet, une compilation de recommandation peut être considérée comme un « code de gouvernement d'entreprise » ? Est-ce le titre qui fait le code ? Si la question mérite d'être posée, elle n'appelle pas nécessairement une réponse tranchée dans le cadre de cette étude puisque les sociétés non cotées ne sont pas soumises à l'art. L. 225-37-4 du c. com. Cela autorise à prendre une liberté avec le texte, pour s'intéresser à l'ensemble des outils à la disposition des entreprises, constituant des recueils de

²⁵⁴ Art. L. 227-2 C. com.

²⁵⁵ IFA, « La gouvernance des SAS, facteur de compétitivité pour les ETI. Approche et meilleures pratiques ».

²⁵⁶ APIA « Gouvernance pour des PME/ETI performantes. Le Guide pratique APIA ».

²⁵⁷ P. Durand-Barthez, *Le guide de la gouvernance des sociétés*, Guide Dalloz, 2016-2017.

recommandations ou de bonnes pratiques en matière de gouvernance et qui sont, peu ou prou, assimilables à des codes émanant d'organisations professionnelles.

Partant de ce postulat, il est possible d'affirmer que de tels codes existent. Il convient donc d'en analyser le contenu, afin d'en comprendre l'utilité.

2. Le contenu des codes de gouvernance des sociétés non cotées

A supposer que les documents étudiés puissent être qualifiés de codes de gouvernance à destination des sociétés non cotées, ils se distinguent, par les questions traitées, des codes destinés aux sociétés cotées (2.1). Ces codes se présentent, avant tout, comme des outils de gestion à destination des entreprises, ce qui fait leur spécificité (2.2).

2.1. Les documents étudiés ne reprennent que certaines questions traitées par les codes destinés aux sociétés cotées. Ces derniers précisent d'ailleurs eux-mêmes qu'ils ne sont pas forcément adaptés aux sociétés non cotées²⁵⁸. Comme l'avait souligné la Commission européenne, « on ne saurait se contenter de transposer les principes conçus pour les sociétés cotées aux sociétés non cotées, parce que les défis auxquels les unes et les autres font face sont très différents »²⁵⁹. L'ordonnance n°2017-1162 du 12 juillet 2017, déjà évoquée, confirme ce point en ce que les sociétés non cotées sont dispensées de renseigner, à l'occasion de leur rapport annuel, la plupart des questions de gouvernance visées par l'art. L. 225-37-4 c.com.²⁶⁰. De même, selon l'art. L. 225-37-3 c. com., seules les sociétés cotées sont soumises à l'obligation de communiquer, dans le rapport précité, les éléments de rémunération et engagements pris par la société en faveur de chacun de ses mandataires sociaux. En outre, l'art. L. 225-37-5 c. com. énonce les éléments devant figurer dans ce rapport qui sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'OPA ou d'OPE.

²⁵⁸ Cela a été dit, s'agissant du code édicté par l'AFEP et le MEDEF, il invite les sociétés non cotées à appliquer les recommandations « en tout ou partie en les adaptant à leurs spécificités ». Quant au Code Middlednext, il n'invite les sociétés non cotées qu'à se référer aux « points de vigilance » (p. 11).

²⁵⁹ Livre vert sur le « cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », 2011.

²⁶⁰ Aux termes de ce texte, seules les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé doivent indiquer la composition et les règles de fonctionnement du conseil d'administration, la politique de diversité menée par la société pour ses organes de direction (v., *infra*), l'éventuelle adoption d'un code de gouvernance, les éventuelles limites apportées aux pouvoirs du directeur général et les modalités particulières de participation des actionnaires à l'assemblée générale.

L'étude des documents présentés *supra* révèle que les points contraignants présents dans les codes destinés aux sociétés cotées n'y sont pas nécessairement repris. C'est le cas, par exemple, des questions relatives au cumul des mandats ou à la limite d'âge. On peut y voir une illustration de la volonté de ces opérateurs d'échapper à des règles qui peuvent paraître excessivement contraignantes et nuisibles à l'efficacité du recrutement de mandataires sociaux²⁶¹.

En revanche, des éléments essentiels relatifs à l'organisation de la gestion de l'entreprise sont largement repris par ces documents. Tel est le cas des recommandations portant sur l'organisation, en elle-même, de la direction. La plupart des documents, par exemple, insistent sur l'importance d'organiser la direction de façon à éviter la concentration du pouvoir, notamment dans les entreprises familiales ou patrimoniales, et la « solitude » du chef d'entreprise ²⁶². A cet effet, il est recommandé de mettre en place une direction « professionnelle » permettant de « déléguer » l'autorité à un tiers²⁶³. A tout le moins, il est conseillé de désigner un ou plusieurs administrateurs indépendants et les entreprises sont encouragées à recourir à des comités ²⁶⁴. Tel est le cas, également, en ce qui concerne l'organisation des travaux de la direction. Il est, ainsi, comme dans les codes destinés aux sociétés cotées, conseillé d'organiser régulièrement des réunions des organes de direction, de procéder à des comptes rendus à l'attention des actionnaires, de veiller aux relations avec l'assemblée générale et, plus généralement, avec l'ensemble des parties prenantes, de mettre en place des mécanismes d'évaluation des travaux des organes de direction, de gestion et d'anticipation des risques²⁶⁵... En d'autres termes, se trouvent ainsi promues certaines des idées forces de la *corporate governance* : transparence, dialogue et prévention.

Parfois, si on retrouve dans les documents étudiés les questions traitées par les codes des sociétés cotées, ces questions sont abordées avec une certaine distance. Deux exemples peuvent être donnés. La rémunération des dirigeants, d'abord, est une question centrale s'agissant des sociétés cotées, pour lesquelles la réglementation s'est accrue²⁶⁶, mais qui n'est que très peu – voire pas du tout – réglementée dans les sociétés non cotées. Sans doute, comme pour les sociétés cotées, les documents analysés insistent sur l'importance du rôle de l'assemblée générale, sur l'utilité de désigner un comité de rémunération et sur la nécessité que la rémunération soit alignée sur les performances de l'entreprise. Mais on retrouve

²⁶¹ IFA, « La gouvernance des SAS, facteur de compétitivité pour les ETI. Approche et meilleures pratiques », pp. 21 et 22 not.

²⁶² *Ibid.*, pp. 6 et 22., not. ; v. égal. Le guide pratique APIA, p. 35

²⁶³ En ce sens, v., not., les *Guidelines* EcoDa, p.18 et 27 à 31.

²⁶⁴ On retrouve de telles propositions aussi bien dans les *Guidelines* EcoDa que dans le code Buysse II et dans le document de l'IFA, « La gouvernance des SAS, facteur de compétitivité pour les ETI. Approche et meilleures pratiques », précités.

²⁶⁵ *Ibid.*

²⁶⁶ Cf. art. L. 225-37-2 et L. 225-37-3 C. com.

également, dans les documents destinés aux sociétés non cotées, des recommandations qui ne figurent pas dans le Code AFEP-MEDEF, ni dans le Code Middlenext. Ainsi, la plupart des documents rencontrés insistent sur la nécessité de fixer une rémunération attractive pour le dirigeant. Tel est le cas du Code Buysse et des *Guidelines* EcoDa, qui recommandent de fixer la rémunération à un montant suffisamment élevé pour « attirer, garder et motiver » les administrateurs²⁶⁷. Les recommandations données en ce qui concerne la présence éventuelle d'administrateurs indépendants constituent un autre exemple. Les documents étudiés n'insistent pas tant sur l'importance de tels administrateurs que sur celle de désigner des administrateurs (i) extérieurs et (ii) compétents²⁶⁸. Ce dernier point est essentiel en ce qu'il met en lumière la fonction particulière que jouent les documents étudiés dans les sociétés non cotées, celle d'un « outil pour une gestion d'entreprise efficace et solide »²⁶⁹.

2.2. A l'analyse, il apparaît, en effet, que les documents étudiés ont été élaborés dans un objectif particulier qui les distingue des codes de gouvernance destinés aux sociétés cotées. S'agissant de ces dernières, l'adoption d'un code de gouvernance par application de l'art. L. 225-37-4 du c. com. est destinée à informer les actionnaires mais également les tiers, investisseurs potentiels, observateurs, contrôleurs et, plus généralement, le marché sur les pratiques de l'entreprise en matière de gouvernance.

En revanche, s'agissant des sociétés non cotées, il ne s'agit pas tant d'inciter l'entreprise à informer sur ses pratiques en matière de gouvernance que de lui proposer un « outil de gestion »²⁷⁰, un outil « qui soit d'une part un outil de contrôle et d'autre part un atout pour sa performance et sa survie »²⁷¹. Les documents étudiés sont à visée principalement pédagogique, destinés à aider les entreprises à s'organiser selon ce qu'ils considèrent comme une bonne gouvernance. Ainsi, les *Guidelines* publiées par l'association EcoDa se présentent comme une sorte de canevas devant aider les entreprises concernées à s'organiser, à

²⁶⁷ Cf. Code Buysse II, qui indique que « la rémunération des administrateurs doit être suffisamment élevée pour attirer, garder et motiver les administrateurs qui répondent au profil défini par le conseil d'administration » et, s'agissant des mandataires sociaux, appelés « senior management », il est indiqué que les salaires et les rémunérations variables doivent « former la base pour pouvoir attirer les meilleures compétences » et qu'ils peuvent « constituer une motivation supplémentaire » pour les dirigeants (p.31) ; *Rapp. Guidelines* EcoDa, pp. 35 et 36 et le Guide Pratique APIA, p. 66.

²⁶⁸ cf. Code Buysse II, p. 20 : « Bien que l'indépendance des administrateurs externes se recommande, il faut souligner que, surtout dans des petites et moyennes entreprises, leur compétence est plus importante que leur indépendance au sens strict ». *Rapp. Les Guidelines* EcoDa, pp. 44 à 46.

²⁶⁹ Préface du Code Buysse II, p. 7.

²⁷⁰ IFA, « La gouvernance des SAS, facteur de compétitivité pour les ETI. Approche et meilleures pratiques », p. 25 ; *rapp. Code Buysse II, op. cit., loc. cit.*

²⁷¹ APIA, Guide pratique, p. 4.

fonctionner et à se développer²⁷². A cet effet, les recommandations varient en fonction des caractéristiques de l'entreprise. Les *Guidelines* EcoDA, par exemple, proposent des recommandations applicables à toutes les sociétés non cotées ainsi que des recommandations spécifiques aux sociétés familiales et d'autres conseils, plus contraignants, destinés aux sociétés plus importantes ou détenues de manière significative par un investisseur externes ou encore qui aspirent à une cotation en Bourse²⁷³. De même, l'IFA envisage différents modes de gouvernance selon qu'est concernée une « petite entreprise », une entreprise « patrimoniale ou familiale », une société ou *start-up* « avec présence d'investisseurs financiers », ou encore une « entreprise de croissance »²⁷⁴. En fonction des caractéristiques de l'entreprise, les besoins en termes de gouvernance peuvent, en effet, varier.

Le cas de l'entreprise familiale, détenue en majorité voire en totalité par les membres d'une même famille, est particulièrement intéressant. Tous les documents étudiés insistent sur l'utilité, dans une telle configuration, d'une organisation spécifique de la gouvernance. Celle-ci doit permettre de répondre aux problématiques soulevées par une telle configuration, qu'il s'agisse des éventuels conflits familiaux ou de la transmission de l'entreprise d'une génération à l'autre. Pour éviter les situations de conflit, le Code Buisse II recommande, par exemple, l'intervention de personnes externes au cercle familial²⁷⁵. Lorsque l'entreprise est « dirigée de manière professionnelle », c'est-à-dire par un professionnel de la direction d'entreprise et non par un membre de la famille, l'importance de la concertation avec les actionnaires, en d'autres termes avec ladite famille, est mise en avant. Dans une telle hypothèse, le Code Buisse II insiste sur l'importance qu'il y a à clarifier les pouvoirs de chacun, les dirigeants ayant « tout intérêt à savoir clairement de quelle liberté [ils] dispos[ent] pour le développement et la réalisation de la stratégie convenue »²⁷⁶. Si, en revanche, ce sont des membres de la famille qui dirigent l'entreprise, il est recommandé de désigner des administrateurs étrangers à celle-ci, en tant qu'administrateurs indépendants par exemple. En outre, la dimension intergénérationnelle et la question de la transmission de l'entreprise sont largement mises en avant. Les *Guidelines* EcoDa expliquent, ainsi, comment la mise en place des bons outils de gouvernance peut aider les familles à préparer et réaliser la transmission de l'entreprise²⁷⁷. Plus généralement, des outils originaux, spécifiques à ce type d'entreprises, sont proposés par les différents documents rencontrés. Le code Buisse II propose, par exemple, la mise en place

²⁷² Cf. *Guidelines* EcoDa : « *This document is a practical tool for unlisted companies and their stakeholders* » (p.3) ; *Corporate governance* « *is about establishing a framework of company processes and attitudes that add value to the business, help build its reputation and ensure its long-term continuity and success* » (p.7). .

²⁷³ cf. EcoDa, *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, phase 2, principes 10 à 14, pp. 43 à 51.

²⁷⁴ IFA, « La gouvernance des SAS, facteur de compétitivité pour les ETI. Approche et meilleures pratiques », pp. 27 à 29.

²⁷⁵ Code Buisse II, p. 39.

²⁷⁶ Code Buisse II, p. 37.

²⁷⁷ *Guidelines* EcoDa, pp. 41 et 42 ; v. égal. Code Buisse II, p. 38.

d'un « forum familial » qui serait une « plate-forme de communication et d'information et, le cas échéant, de consultation sur toutes les questions qui concernent l'entreprise familiale », ainsi qu'une « charte familiale » pouvant servir à fixer « certaines règles du jeu auxquelles les membres de la famille peuvent se référer »²⁷⁸. Des outils similaires sont recommandés par l'IFA²⁷⁹, l'APIA²⁸⁰ et les *Guidelines* EcoDa, tout en insistant sur l'importance de clarifier, dans les documents sociaux, le rôle et les relations des institutions familiales et des organes de gouvernance²⁸¹. Les *Guidelines* EcoDa soulignent, en ce sens, qu'il est important de concilier « *family governance and corporate governance* »²⁸².

Les documents étudiés se présentent, ainsi, comme des outils de gestion à l'attention des entreprises. Reste à se demander comment les recommandations qu'ils contiennent peuvent être mises en œuvre par les sociétés non cotées et comment elles sont reçues par le juge.

3. La réception des codes de gouvernance des sociétés non cotées

Une fois admise l'existence de code de gouvernance pour les sociétés non cotées, ou de documents équivalents, il convient d'observer comment ils sont appliqués. Cette analyse peut être menée du point de vue des principaux acteurs que sont les sociétés non cotées elles-mêmes (3.1), mais également du point de vue du juge, principale autorité de contrôle de ces sociétés (3.2).

3.1. L'adoption des recommandations de gouvernance par les sociétés non cotées ne se fait pas nécessairement à partir des mêmes outils juridiques que les sociétés cotées.

Sans doute, certaines sociétés – généralement de taille significative – ont une démarche proche de la *compliance* en ce qu'elles publient, à l'occasion du rapport annuel, une déclaration sur la gouvernance²⁸³. Cependant, jusqu'à l'adoption de l'ordonnance n°2017-1162 du 12 juillet 2017, qui impose désormais à toutes les sociétés anonymes et sociétés en commandite par actions d'établir un rapport sur le gouvernement d'entreprise (art. L. 225-

²⁷⁸ Code Buisse II, pp. 36 et 37 ; *rapp. Guidelines* EcoDa, pp. 41 et 42.

²⁷⁹ IFA, « La gouvernance des SAS, facteur de compétitivité pour les ETI. Approche et meilleures pratiques », p. 35.

²⁸⁰ Guide pratique APIA, p.14.

²⁸¹ *Guidelines* EcoDa, p. 41

²⁸² Cf. Principe n°9 des *Guidelines* EcoDa.

²⁸³ L'IFA cite, à titre d'exemple, de la société POCLAIN qui, chaque année, publie un rapport relatif aux résultats, la gouvernance, la gestion sociale et environnementale (IFA, « La gouvernance des SAS, facteur de compétitivité pour les ETI. Approche et meilleures pratiques », p. 34).

37 ; L. 225-68 et L. 226-10-1 c.com.), une telle situation était rare en pratique. En outre, et surtout, dans les cas les plus fréquents, une telle déclaration est très différente de celle consistant à se soumettre volontairement à un code de gouvernement d'entreprise préétabli²⁸⁴. Plus encore, à l'analyse, il apparaît que les documents présentés *supra* n'ont pas été conçus pour être adoptés par les entreprises en application de la règle se conformer ou expliquer. Aucun de ces documents n'invite, en effet, les opérateurs à les viser solennellement dans leurs documents sociaux comme le prévoit la règle *comply or explain*. Tel est le cas du Code Buysse II, qui a pourtant toute l'apparence d'un code de gouvernance répondant aux exigences légales. S'il revendique une influence sur les pratiques des entreprises, il ne propose pas pour autant à celles-ci d'être solennellement référencé dans leur rapport annuel. Il leur suggère simplement d'établir une « déclaration de *corporate governance* »²⁸⁵.

Une telle déclaration, par préférence à l'adoption formelle d'un code, peut se comprendre. D'une part, d'un point de vue général, il est rare en pratique qu'un opérateur exécute volontairement une obligation à laquelle il n'est, en principe, pas soumis. D'autre part, en fonction des caractéristiques de l'entreprise, les codes existants peuvent sembler inadaptés, soit qu'ils s'avèrent trop compliqués pour des petites entreprises, soit qu'ils semblent inutiles, voire contreproductif, pour des entreprises fermées ou des grandes entreprises qui auraient fait le choix de ne pas se coter pour échapper, précisément, à de telles obligations²⁸⁶. Sur ce point, il est intéressant de constater que l'ordonnance précitée du 12 juillet 2017 a des exigences variables, s'agissant du contenu du rapport de gouvernement d'entreprise, non seulement selon que la société est, ou non, cotée mais également selon la taille de l'entreprise. C'est ainsi qu'il est exigé des seules entreprises dépassant certains seuils une déclaration sur la « politique de diversité » menée par la société s'agissant des personnes composant ses organes de direction, au regard de critères tels que l'âge, le sexe ou les qualifications et l'expérience professionnelle de ces dernières. Notons qu'aucune sanction juridique n'est directement prévue en la matière, le législateur ayant opté, ici aussi, pour le mécanisme se conformer ou s'expliquer (cf. art. L. 225-37-4, spéc. 5° à 9°).

A défaut de recourir au mécanisme de la *compliance*, d'autres outils juridiques peuvent être utilisés par les sociétés non cotées pour s'approprier les recommandations édictées par les documents étudiés, outils plus ou moins connus. Ainsi, il est fréquemment recommandé aux entreprises de recourir à des actes classiques du droit des sociétés, qu'il s'agisse des statuts

²⁸⁴ Une telle démarche ne serait pourtant pas impossible puisqu'elle se rencontre dans certains domaines. Ainsi, en matière de RSE, des sociétés qui ne relèvent pas, en principe, du champ d'application de la règle, communiquent sur leur soumission à telle ou telle charte éthique.

²⁸⁵ Code Buysse II, pp. 7 et 39.

²⁸⁶ L'IFA, dans son document précité sur les « *meilleures pratiques* » en termes de Gouvernance dans la SAS, rappelle ainsi que si des entreprises ont choisi d'opter pour cette forme sociale, c'est souvent pour échapper aux contraintes légales qui existent en matière de gouvernance (sur l'organisation de la direction, la limitation du cumul des fonctions, la limite d'âge, la rémunération etc.).

ou des pactes d'actionnaires, dont on est, aujourd'hui, en mesure d'identifier la valeur juridique. D'autres outils sont également proposés qui sont plus fuyants, comme le règlement intérieur dont la valeur juridique varie selon les questions soulevées²⁸⁷. D'autres, enfin, n'ont pas encore – semble-t-il – été consacrés par le législateur ou la jurisprudence. Tel est le cas des chartes familiales, « *family pact* » ou charte de la gouvernance familiale évoqués plus haut. La nature juridique d'un tel acte reste à définir. Si elle a toute l'apparence d'un pacte extrastatutaire, ce qui impliquerait qu'il ne puisse être modifié sans l'accord de tous les intéressés, il a été indiqué par un des documents étudiés qu'elle pourrait être modifiée à la majorité²⁸⁸. Un autre document prend soin de distinguer la charte de gouvernance familiale qui « n'a pas de portée juridique mais représente un engagement moral des membres de la famille » du pacte d'actionnaires familiaux²⁸⁹.

Ainsi, ce ne sont pas tant les codes en eux-mêmes, en tant qu'*instrumentum*, qu'il est proposé aux sociétés non cotées d'adopter que les valeurs qu'ils véhiculent, le *negotium*, ces valeurs pouvant être adoptées grâce à d'autres outils juridiques. On peut se demander si ce constat ne plaide pas en faveur de l'inefficacité, ou du moins de l'inutilité des codes de gouvernement d'entreprise en eux-mêmes, dans la mesure où les recommandations qu'ils contiennent sont présentes dans les sociétés non cotées, mais par le biais d'autres vecteurs.

3.2. Quant au juge, s'il on s'en tient à l'analyse de la jurisprudence, il n'est pas certain qu'il veuille faire grand cas des codes de gouvernance.

Sans doute est-il commun, aujourd'hui, d'expliquer certaines solutions jurisprudentielles par la théorie du gouvernement d'entreprise. Tel est le cas, par exemple, des arrêts relatifs à la responsabilité civile des administrateurs. Alors que les textes sont muets sur les qualités, les devoirs quasi professionnels auxquels ils doivent être soumis, les codes sont exhaustifs sur ce point et les arrêts sur le devoir de loyauté ou de diligence du dirigeant peuvent être analysés à la lumière de ces recommandations²⁹⁰. Pour autant, une recherche sur une base de données

²⁸⁷ Si, en droit du travail, le règlement intérieur de l'entreprise est un « acte réglementaire de droit privé » (cf. Cass. soc. 25 septembre 1991, n°87-42.396, Bull. V, n°381), en droit des sociétés, la situation est variable selon qu'il s'agit du règlement intérieur de la société, ou de celui des organes de direction, selon qu'il est, ou non, intégré aux statuts, etc. Le plus souvent toutefois, on considère qu'il a une valeur « *infra statutaire* » (P. Le Cannu, Bull. Joly 1986, p. 723 ; S. Schiller, « Pactes, statuts, règlement intérieur : quelle hiérarchie », Rev. Stés 2011, p. 331 ; Th. Bonneau, « Le règlement intérieur de la société », Droit Stés 1994, p. 1 ; plus généralement, sur le sujet, v. Ph. Néau Leduc, La réglementation de droit privé, Litec, Bibl. dr. entr., 1998).

²⁸⁸ IFA, « La gouvernance des SAS, facteur de compétitivité pour les ETI. Approche et meilleures pratiques ». p. 46.

²⁸⁹ APIA « Gouvernance pour des PME/ETI performantes. Le Guide pratique APIA », p. 15.

²⁹⁰ Y. Paclot, « La juridicité du code AFEP / MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », Rev. Stés. 2011 ? p. 395, n°14 ; pour des exemples, v., not., Com. 9 mars 2010, Bull. civ. IV, n° 48 ; D. 2010. Pan. 2803, obs. Hallouin ; *ibid.* AJ 761, obs. Lienhard ; Rev. sociétés 2010. 230, note Le Nabasque ; RTD com. 2010. 374, obs. Le

jurisprudentielles avec « gouvernement d'entreprise » comme mot-clé ne donne que peu de résultats pertinents. A l'heure où ces lignes sont écrites, ne sont répertoriées que quelques décisions de juridictions du fond qui, sans faire référence à un code de gouvernance, prennent en considération la théorie du gouvernement d'entreprise comme élément d'appréciation du comportement des dirigeants²⁹¹. Une telle tendance ne fait, toutefois, pas l'unanimité, les mêmes juridictions ayant pu, par ailleurs, estimer que « les nécessités du gouvernement d'entreprise » n'autoriseraient pas le juge à prononcer des mesures qui ne sont pas prévues par les textes²⁹². Un lien peut être fait avec une décision rendu dans un autre domaine – la RSE – par laquelle une cour d'appel a estimé qu'un code d'éthique d'un groupe de sociétés émanant « d'une démarche personnelle, sans sanction prévue, ne [pouvait] être considéré comme un acte valant engagement dont les tiers [pourraient] se prévaloir »²⁹³.

De ces quelques arrêts il résulte, d'un point de vue strictement juridique, que si les recommandations d'un code de gouvernement d'entreprise peuvent être prises en considération par le juge dans un litige relatif à une société non cotée, elles ne sauraient, pour autant, le conduire à prendre une mesure qui ne s'inscrit pas dans le strict cadre légal du droit des sociétés. L'utilité des codes de gouvernance s'en trouve donc nécessairement amoindrie.

Pour conclure, si on peut douter de l'efficacité des codes de gouvernance, de manière générale mais également à l'égard des sociétés non cotées, on peut, en revanche, leur reconnaître une certaine utilité. Il semble, en effet, que s'agissant de ces dernières, ces codes aient inspiré la mise en place d'outils de gestion pouvant se révéler un complément utile à la réglementation existante.

Cannu et Dondero ; *ibid.* 407, obs. Rontchevsky ; RTD civ. 2010. 575, obs. Jourdain ; RSC 2011. 113, obs. Stasiak ; JCP E 2010. 1483, note Schiller ; *ibid.* 1890, n° 14, obs. Trébulle ; Dr. sociétés 2010, n° 109, note Coquelet ; RJDA 2010, n° 637 ; Bull. Joly 2010. 537, note Schmidt ; Dr. et patr. mai 2011. 80, obs. Poracchia et Com. 30 mars 2010, Bull. civ. IV, n° 69 ; D. 2010. Chron. C. cass. 1118, obs. R. Salomon ; *ibid.* 1678, note Dondero ; *ibid.* 2802, obs. Hallouin ; Rev. sociétés 2010. 304, note Le Cannu ; JCP E 2010. 1416, note Couret ; Dr. sociétés 2010, n° 117, note Roussille ; Bull. Joly 2010. 533, note Raffray ; Gaz. Pal. 6-7 oct. 2010, p. 22, obs. Zattara-Gros ; RJ com. 2010. 263, note Monsérié-Bon ; Dr. et patr. mai 2011. 79, obs. Poracchia et Banque et Droit mai-juin 2010. 45, obs. M. Storck.

²⁹¹ Paris, 23 mars 1999, n°98/02175. Aux termes de cet arrêt, « il est inadmissible, alors tous les professionnels du droit et du chiffre réclament une plus grande transparence du "gouvernement d'entreprise", que des "capitaines d'industrie" se complaisent dans le secret, la clandestinité, les dissimulations, au mépris des règles élémentaires de protection des intérêts des partenaires sociaux, notamment des actionnaires » et Paris, 19 décembre 2013, 12/22644, qui se réfère expressément à la « *soft law* » pour justifier la nécessité d'une obligation d'information renforcée.

²⁹² Paris 26 mars 2003, 2002/20751. Réformation d'un jugement qui, après avoir rejeté une demande d'expertise de gestion, avait retenu que « les nécessités du "gouvernement d'entreprise" » justifiaient que soit ordonnée, sous astreinte, la communication de documents sociaux.

²⁹³ Versailles, 22 mars 2013, n°11/05331 ; F.-G. Trébulle, Environnement n° 12, Décembre 2013, chron. 6.

Chapitre 9 – La place des codes de gouvernement d’entreprise dans la recherche d’une bonne gouvernance. Réflexions à partir d’une analyse textuelle des justifications avancées par les entreprises

Tatiana Sachs (Université Paris Nanterre, IRERP),

avec le concours de K. Levillain, B. Segrestin et A. Hatchuel (Ecoles des Mines)

Introduction

Questionner l’efficacité des codes de gouvernance requiert une analyse des ressorts de son effectivité – les comportements observés seraient conformes au contenu des codes²⁹⁴ ? – ainsi que de leur faculté à atteindre les objectifs qui leur sont assignés : parachever une *bonne gouvernance*²⁹⁵. Or, définir « une bonne gouvernance » n’est pas chose aisée. Les théories de la gouvernance ne sont pas figées, ni dans l’espace, ni dans le temps²⁹⁶.

La règle du *comply or explain* constitue le pivot de la mise en œuvre des codes de gouvernement d’entreprise, comme le soulignent plusieurs analyses de l’axe 2, qui insistent cependant plutôt sur le versant *comply* du principe. Le versant *explain*, et les discussions et procédures qu’il implique à l’intérieur des sociétés, ne pourrait-il constituer le support d’une mise en discussion des lignes de forces d’une bonne gouvernance ? Répondre à cette interrogation suppose d’étudier la manière dont les sociétés font usage de la règle du *comply or explain*. Un tel usage transparaît, notamment, dans les documents de référence que les sociétés cotées publient chaque année. Une trentaine d’entre eux²⁹⁷ ont été analysés. Il ressort de cette analyse textuelle²⁹⁸ que les codes de gouvernement d’entreprise sont utilisés

²⁹⁴ Sur ce point, v. *supra*.

²⁹⁵ Par exemple, dans le Préambule du Code AFEP-MEDEF, il est indiqué que l’objectif est de « préciser certains principes de bon fonctionnement et de transparence propres à améliorer leur gestion et à répondre à la demande des investisseurs et du public ». Cette formule est récurrente depuis les premières versions du code de gouvernement d’entreprises.

²⁹⁶ Sur les différences qui séparent les codes de gouvernance, v. *supra* (axe 1). Pour leur fréquence d’actualisation dans le temps, voir l’annexe 1.

²⁹⁷ La liste est fournie en annexe 5.

²⁹⁸ Dans les pages qui suivent, les paragraphes sur fond bleu sont des extraits tirés des documents de référence.

par les sociétés comme un outil double face : dans le même temps, il est destiné à influencer les comportements et les décisions internes à l'entreprise et à envoyer un signal au public et aux investisseurs (1). Cette bivalence rejaillit également sur les modalités de mise en œuvre de la règle *comply or explain* (2). Disons-le : elle ne contribue pas à la formulation de justifications contetxuées, contrairement aux préconisations des organes de contrôle et en particulier de l'AMF. Ces limites, dont nous essaierons de montrer qu'elles sont intrinsèques à tout mode de régulation dont l'efficacité repose sur la comparabilité des performances des différents acteurs, invitent à explorer des voies alternatives pour faire émerger des modalités de gouvernance renouvelées (3).

1. Les codes de gouvernement d'entreprises, un outil double face

Instruments de *soft law*, les codes de gouvernance sont considérés par leurs promoteurs comme un moyen efficace pour discipliner la gouvernance des sociétés. Les ressorts sur lesquels est censée reposer leur efficacité sont son adaptabilité et la discipline de marché. Les codes accueillent des standards de gouvernance acceptés par le milieu des affaires, que l'entreprise peut adapter à ses spécificités²⁹⁹. En effet, la possibilité ouverte de s'écarter des préconisations du code de gouvernance – ce, en vertu de la règle *comply or explain* - laisse aux entreprises cette possibilité d'adaptation. Dans cette perspective, le code de gouvernance constitue un modèle par rapport auquel les sociétés déterminent leurs schémas décisionnels et organisationnels. Le code de gouvernement d'entreprises constitue ainsi un véritable modèle³⁰⁰. Pareille dimension du code de gouvernance transparaît dans les documents de référence produits par les sociétés. Ces dernières utilisent le code de référence pour évaluer leur fonctionnement interne. A titre d'illustration, dans le document de référence de 2016 du groupe Air Liquide, il est affirmé que :

« Au cours de la réunion de janvier 2017, le Comité des nominations et de la gouvernance et le Comité des rémunérations ont passé en revue les pratiques en vigueur dans la Société au regard des dispositions du Code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF, telles que modifiées en novembre 2016 et interprétées par le guide d'application du Code AFEP-MEDEF publié par le Haut Comité de gouvernement d'entreprise (décembre 2016). À la suite de cet examen, il a été constaté que la Société était en conformité avec la quasi-totalité de ses dispositions et que les écarts avec les dispositions du Code avaient diminué. Ces Comités ont également passé en revue le Rapport de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées du 17 novembre 2016 » (p. 129).

²⁹⁹ Le chapitre 3 de l'axe 2 développe amplement ce point.

³⁰⁰ A. Jeammaud, « La règle de droit comme modèle », *D.* 1990, p. 1990.

Ainsi, les instances internes de la société - le comité des nominations et de la gouvernance et le comité des rémunérations – utilisent le code de gouvernement d'entreprise comme étalon d'évaluation des structures de gouvernance. Plus largement, ce sont tous les documents qui complètent le code de gouvernance qui nourrissent cette évaluation : le guide d'application du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, qui est régulièrement actualisé ainsi que les rapports produits par l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées. L'ensemble de ces textes sont utilisés comme des points de repères par rapport auxquels la société porte un jugement sur ses propres pratiques.

Plus avant, le code n'est pas seulement utilisé pour évaluer l'existant, il sert également de guide pour faire évoluer les pratiques et les modalités d'organisation. Citons encore une fois le document de référence d'Air liquide :

« Le Comité a pris connaissance des dispositions du Code AFEP-MEDEF révisé en novembre 2016. Il a recommandé que soient apportées quelques adaptations aux règles du règlement intérieur pour tenir compte des nouvelles dispositions du Code et des évolutions réglementaires récentes. Le règlement intérieur sera mis en ligne sur le site de la Société après adoption par le Conseil d'Administration en mai 2017 » (p. 142).

En définitive, le code de gouvernance sert à la fois d'étalon d'évaluation de l'existant et de guide pour orienter les décisions futures. Ce faisant, l'obligation de se référer à un code, que ce soit pour appliquer ses dispositions ou pour s'en écarter, stimule des **pratiques réflexives** des entreprises³⁰¹. Comme le note un auteur, la réflexivité « conjugue la réflexion au sens de la 'pensée' et au sens du 'reflet'. L'essentiel y est, je crois, l'idée d'une démarche par laquelle je m'interroge moi-même [comme je me regarde dans un miroir] et où je suis interrogé par autrui [qui me renvoie ainsi une image] sur mes propres actes et mes propres discours »³⁰². En amenant les entreprises à rechercher certaines données, à les extérioriser, à les formaliser et à comprendre leur raison d'être, l'obligation de se référer à un code assume une fonction réflexive. Elle participe ainsi d'une « procéduralisation contextuelle » de la gouvernance, dans laquelle la construction d'un cadre commun, qui permet la coordination des acteurs, repose, notamment, sur des procédures d'explicitation des critères de jugements³⁰³.

³⁰¹ Non sans humour, des auteurs désignent cet effet des obligations d'information de la manière suivante : « L'effet Dracula : l'exposition du mal au grand jour mène souvent à la voir se dessécher et disparaître » (T. Berns et alii, Responsabilités des entreprises et corégulation, p. 200).

³⁰² P. Blanchet, « La réflexivité comme condition et comme objectif d'une recherche scientifique humaine et sociale », in *Réflexivité, herméneutique*, D. de Robillard (dir.), Cahiers de socio-linguistique, PUR, 2009/1.

³⁰³ En ce sens, v. J. Lenoble, « Norme et actions. *Corporate governance* et procéduralisation contextuelle », Les Carnets du centre de philosophie du droit, 1999.

Toutefois, les codes de gouvernance ne sont pas seulement des instruments destinés aux structures internes de la société. Ils sont également utilisés comme un *signal* qui fait sens pour les investisseurs. La règle du *comply or explain* vise précisément à introduire une logique de transparence qui sert la discipline de marché. A cet égard, il convient de remarquer qu'au-delà de ce qui distingue les différents codes de gouvernement d'entreprises³⁰⁴, « le *comply or explain* véhicule une uniformisation méthodologique internationale de la transparence en matière de gouvernance »³⁰⁵. A première vue, la règle ne contient aucune préférence quant aux deux branches de l'alternative : la société peut tout aussi bien se conformer au code de gouvernance que ne pas le faire. Néanmoins, en creux, l'obligation de justifier tout écart par rapport au code de gouvernance ne porte-t-elle pas en elle l'idée selon laquelle les pratiques conformes demeurent préférables ? Comme le soulignent des auteurs, « les vertus attachées au mécanisme du '*comply or explain*' prennent appui sur le postulat qu'un code de gouvernance prescrit effectivement de bonnes pratiques de gouvernance »³⁰⁶. De ce fait, les investisseurs marquent une nette préférence pour le *comply* et donc les déclarations de conformité³⁰⁷. L'explicitation d'un écart par rapport au code de gouvernance constitue ainsi un signal négatif. L'étude des documents de référence révèle ainsi que les entreprises font un faible usage de la possibilité de ne pas se conformer au code de référence. Aucune société n'excède quatre écarts, la plupart d'entre elles en contenant au plus deux. L'expression qui revient le plus souvent dans les documents de référence est « conformément au code de gouvernance AFEP-MEDEF ». *A priori* anodine, la réitération explicite de cette expression mérite attention. Elle tranche avec les comportements des agents face aux règles étatiques. Celles-ci étant considérées comme obligatoires, nul besoin pour les destinataires d'affirmer leur adhésion à la règle. La faiblesse normative des codes de gouvernance couplée à la latitude laissée aux entreprises invite précisément à une démarche contraire qui consiste à affirmer l'adhésion et la mise en œuvre conforme du code de gouvernance. Elle constitue précisément le signal envoyé aux investisseurs.

En conséquence, les codes de gouvernance sont des outils double face, destinés à la fois aux acteurs internes à l'entreprise et aux investisseurs. Ces deux dimensions sont susceptibles d'entrer en contradiction. Ce que révèle, notamment, l'étude des modalités du « *comply or explain* ».

³⁰⁴ Sur ce point, v. *supra*

³⁰⁵ B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, « Le *comply or explain* : la transparence, conformiste en droit des sociétés », *Revue internationale de droit économique*, 2009, p. 131

³⁰⁶ B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, « Le *comply or explain* : la transparence, conformiste en droit des sociétés », *Revue internationale de droit économique*, 2009, p. 140.

³⁰⁷ En ce sens, v. notamment, J.-B. Poulle, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise : le principe 'se conformer ou expliquer' en droit boursier*, Edition L'Harmattan, collection Entreprises et Management, Paris ? A.-L. BONCORINI, I. CADET, « Le *comply or explain*, un avatar de l'accountability », *Revue française de gestion*, 2013/8, p. 224

2. Les modalités du *comply or explain*

En vérité, l'étude des modes de mise en œuvre du *comply or explain* est difficile. La qualité de l'information fournie – c'est-à-dire la correspondance entre l'information et les pratiques – demeure délicate à évaluer³⁰⁸. Il convient néanmoins de prêter attention aux types d'arguments utilisés par les entreprises pour justifier les écarts par rapport au code de référence (2.1). Il sera alors possible de mieux cerner ce que recouvre le versant « *explain* » de la règle *comply or explain*. En quoi se distingue-t-il des obligations de *reporting* ? (2.2).

2.1. La mise en œuvre de l'*explain* : une pluralité de justifications

A la lecture des documents de référence, un double constat doit être dressé. D'une part, rares sont les cas dans lesquels est constaté un écart par rapport au code de référence, sans que celui-ci ne soit assorti d'une justification. Citons néanmoins le cas du rapport de Valeo dans lequel est constatée l'absence de représentant des salariés dans le comité de rémunération sans pour autant qu'aucune justification ne soit avancée. D'autre part, la logique de justification dépasse amplement le domaine de l'*explain*, c'est-à-dire des cas dans lesquels la société a décidé de ne pas se conformer complètement aux dispositions de son code de référence. En vérité, la mise en œuvre du code requiert des sociétés qu'elles fournissent des justifications sur un ensemble d'éléments qui vont bien au-delà de l'obligation d'*explain* d'une situation de non-conformité. Tel est le cas, par exemple, s'agissant de la caractérisation de l'indépendance des administrateurs. Celle-ci repose sur une véritable narration du parcours professionnel de l'administrateur ainsi que de ses liens avec la société.

³⁰⁸ En ce sens, v. Catherine Refait-Alexandre et al., « La recherche de légitimité par la conformité aux codes de gouvernance d'entreprise. Une analyse des déclarations de conformité des sociétés françaises du SBF 120 », *Management & Avenir* 2014/3 (N° 69), p. 32-51

Ainsi, à titre d'illustration, dans le document de référence du Saint-Gobain, est dressé le portrait de chacun des administrateurs, sur le modèle suivant.

Jean-Dominique Senard		
	Administrateur indépendant Président du Comité d'audit et des risques	Nombre d'actions détenues : 1 830 Date de première nomination : juin 2012 Date de début de mandat : juin 2012 Date d'échéance du mandat : AG appelée à statuer sur les comptes de l'exercice qui sera clos le 31 décembre 2015
	Français 63 ans	Michelin 23 place des Carmes-Déchaux 63040 Clermont-Ferrand Cedex 9
Expertise et expérience		
<p>Diplômé de l'école des Hautes Études Commerciales (HEC) et titulaire d'une maîtrise en droit, M. Jean-Dominique Senard a débuté sa carrière avec différentes responsabilités financières et opérationnelles au sein du Groupe Total de septembre 1979 à septembre 1987, puis chez Saint-Gobain de 1987 à 1996. De septembre 1996 à mars 2001, il a été Directeur financier du Groupe Pechiney et membre du Comité exécutif du Groupe. Il a ensuite assuré la direction du secteur Aluminium Primaire du Groupe Pechiney jusqu'en 2004. Puis, en tant que membre du Comité exécutif du Groupe Alcan, il a été en charge de l'intégration de Pechiney et Président de Pechiney SA.</p> <p>M. Senard a rejoint Michelin en mars 2005 en tant que Directeur financier et membre du Conseil exécutif du Groupe Michelin. En mai 2007, M. Senard devient Gérant non commandité du Groupe Michelin avant d'en être nommé Associé Commandité Gérant en mai 2011 aux côtés de M. Michel Rollier, puis Président en mai 2012. Ses autres mandats et fonctions exercés au cours des cinq dernières années sont décrits ci-dessous.</p> <p>M. Jean-Dominique Senard est administrateur de la Compagnie de Saint-Gobain depuis juin 2012.</p>		
Principale fonction exercée : Président de la Gérance de Michelin		
Mandats et fonctions en cours en dehors du Groupe <ul style="list-style-type: none"> Président de la Gérance de Michelin* 		Autres mandats exercés et échus au cours des cinq dernières années en dehors du Groupe <ul style="list-style-type: none"> Administrateur de SEB* (jusqu'en mai 2013)

* société cotée

Les informations contenues dans ces fiches sont, par la suite, utilisées pour nourrir les justifications avancées pour la caractérisation de l'indépendance des administrateurs.

1.1.2 Indépendance des membres du Conseil d'administration, parité, représentation des salariés actionnaires et des salariés

Indépendance

Sur proposition du Comité des nominations, des rémunérations et de la gouvernance, le Conseil d'administration a procédé à l'examen annuel de la situation des administrateurs au regard de l'ensemble des critères d'indépendance énoncés par le code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées auquel la Société se réfère.

Le Conseil a notamment examiné, avec une vigilance particulière et au même titre que les autres critères, les relations d'affaires pouvant exister entre le Groupe Saint-Gobain et l'entité ou le groupe dont est issu chaque administrateur indépendant (au regard de l'application des autres critères d'indépendance). Il en résulte qu'à l'exception de Monsieur Senard, aucun de ces administrateurs indépendants ni l'entité ou le groupe dont il est issu et au sein duquel il exerce des fonctions dirigeantes exécutives, n'entretient de relation d'affaires avec la Société, son groupe ou sa direction.

Le Conseil a procédé à un examen quantitatif et qualitatif de la situation de M. Jean-Dominique Senard, Président de la Gérance de Michelin et des relations d'affaires entretenues entre les groupes Michelin et Saint-Gobain.

Les flux d'affaires entre ces deux groupes, toutes activités confondues et au niveau mondial, qui représentent moins de 0,1 % de leurs chiffres d'affaires consolidés respectifs, sont très sensiblement inférieurs au seuil de matérialité de 1 % retenu par le Conseil. Par ailleurs, le Conseil d'administration a relevé qu'en raison de l'organisation du Groupe Saint-Gobain, de sa taille et de la diversité de ses activités, celui-ci n'a pas vocation à intervenir dans le cadre des relations commerciales des différentes composantes des Métiers du Groupe : les Pôles et leurs satellites (Activités, Métiers et leurs divisions) sont en effet gérés de façon décentralisée par les directions concernées. A fortiori, M. Senard, en sa qualité d'administrateur du Groupe Saint-Gobain, ne dispose d'aucun pouvoir décisionnel direct ou indirect dans le cadre de l'établissement ou du maintien de ces courants d'affaires. Si toutefois, par extraordinaire, une telle question devait être débattue lors d'un Conseil, le règlement intérieur du Conseil prévoit des règles de gestion des conflits d'intérêts aux termes desquelles l'administrateur intéressé aurait le devoir d'informer le Président-Directeur Général de sa situation et de s'abstenir de participer aux débats et délibérations sur le sujet en cause (voir Section 1.1 du Chapitre 9).

Le rapport conclut ainsi à l'indépendance de M. Senard. Outre la caractérisation de l'indépendance des administrateurs, la décision de fusionner les fonctions de président et de directeur général, bien que préconisée par le code, requiert des éléments explicatifs de la

société. Ainsi, au-delà des cas de non-conformité, la mise en œuvre des codes de gouvernance repose sur la diffusion d'une logique de justification.

Le premier type d'argument qui justifie l'absence de respect d'une disposition du code est **conjoncturel**. Ainsi, l'âge d'un administrateur³⁰⁹ ou la date de renouvellement d'un mandat viennent justifier une mise à l'écart des exigences en matière de proportion d'administrateurs indépendants. L'*explain* permet alors à l'entreprise d'adapter la mise en œuvre du code de gouvernance à ses spécificités conjoncturelles.

Plus significatives sont les justifications **structurelles** qu'avancent les sociétés. Ces dernières mettent alors en exergue des particularités qui justifient de ne pas respecter certaines dispositions du code de référence. Dans son document de référence de mars 2017, la société Bouygues a ainsi fait valoir la **spécificité de sa structure actionariale** pour justifier l'entorse aux exigences en matière de proportion d'administrateurs indépendants (p. 181) :

Au 22 février 2017, les administrateurs indépendants (hors administrateurs représentant les salariés ou les salariés actionnaires, conformément au paragraphe 8.3 du code Afep-Medef) sont au nombre de cinq sur douze, soit une proportion de 41,7 %. Selon le paragraphe 8.3 du code AFEP-MEDEF, 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 (au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce), 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.

En réponse à une remarque du Haut Comité de gouvernement d'entreprise sur ce point, Martin Bouygues avait attiré son attention sur le fait que la société n'est pas « contrôlée » au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, mais que son capital n'est pas non plus « dispersé ». SCDM, d'une part, et les fonds communs de placement de l'épargne salariale, investisseurs de long terme, d'autre part, détiennent au total, au 31 décembre 2016, 40,1 % du capital et 54,8 % des droits de vote. Le Conseil porte par ailleurs une grande attention à la qualité des administrateurs indépendants proposés au vote de l'assemblée générale. Le conseil d'administration estime donc que la proportion de 41,7 % d'administrateurs indépendants est adaptée à la structure du capital de Bouygues et suffisante pour prévenir d'éventuels conflits d'intérêts, et assurer une bonne gouvernance de la société.

Le Conseil a néanmoins pour objectif que sa composition respecte les équilibres souhaités par le code AFEP-MEDEF. La proportion d'administrateurs indépendants devrait ainsi être

³⁰⁹ Par exemple, dans son document de référence, Valeo met à l'écart la préconisation selon laquelle les administrateurs ne doivent pas bénéficier de régime de retraite faisant valoir l'âge avancé de l'administrateur au moment de sa prise de fonction et le fait qu'il ne bénéficiait lui-même de retraite complémentaire.

renforcée à l'issue de l'assemblée générale du 27 avril 2017. Par la suite, le Conseil continuera, au fur et à mesure de l'arrivée à échéance des mandats en cours, à faire évoluer sa composition afin de respecter la proportion de cinquante pour cent d'administrateurs indépendants

Et s'il fallait se convaincre du caractère structurel de cette justification, il suffit de constater qu'une argumentation identique avait été déployée dans le document de référence de l'année 2015 (p. 175) :

Le règlement intérieur du conseil d'administration de Bouygues précise qu'un tiers au moins des administrateurs doivent être des personnes indépendantes au sens du code AFEP-MEDEF. Au 23 février 2016, les administrateurs indépendants (hors administrateurs représentant les salariés ou les salariés actionnaires, conformément à l'article 9.2 du code AFEP-MEDEF) sont au nombre de six sur treize, soit une proportion de 46 %. Cette proportion était de 37,5 % au 31 décembre 2014. Selon l'article 9.2 alinéa 2 du code AFEP-MEDEF, 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 (au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce), 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.

En réponse à une remarque du Haut Comité de gouvernement d'entreprise sur ce point, Martin Bouygues a attiré son attention sur le fait que la société n'est pas « contrôlée » au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, mais que son capital n'est pas non plus « dispersé ». SCDM et les fonds communs de placement de l'épargne salariale, investisseurs de long terme, détiennent au total, au 31 décembre 2015, 41,84 % du capital et 56,56 % des droits de vote. Le conseil d'administration a donc estimé que la proportion d'un tiers d'administrateurs indépendants était adaptée à la structure du capital de Bouygues et suffisante **pour prévenir d'éventuels conflits d'intérêts, et assurer une bonne gouvernance de la société**. Le Conseil a, par ailleurs, porté une particulière attention à la qualité des administrateurs indépendants proposés au vote de l'assemblée générale.

À l'avenir, le Conseil continuera, au fur et à mesure de l'arrivée à échéance des mandats en cours, à faire évoluer sa composition afin de renforcer la proportion des administrateurs indépendants.

Dans son document de référence de 2016, la société Air liquide met en avant les spécificités de son activité pour justifier le fait de ne pas respecter les critères d'indépendance des administrateurs, notamment celui de l'ancienneté :

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 de formuler un jugement éclairé et critique sur les décisions

Ces extraits sont instructifs à plusieurs titres. D'abord, en utilisant des arguments structurels, les entreprises s'inscrivent pleinement dans la *ratio legis* de la règle *comply or explain*. Cette dernière vise justement à permettre aux sociétés **d'adapter les règles aux particularismes de leurs activités ou de leurs structures capitalistiques**. Ensuite, les justifications avancées donnent à voir les vertus réflexives de l'obligation d'explicitation des choix en matière de gouvernance. Il est toutefois remarquable que la réflexivité porte davantage sur les moyens de la gouvernance que sur ses fins. En effet, ne transparaît aucune remise en cause des canons de « bonne gouvernance » - l'expression est même présente dans le rapport de la société Bouygues – contenus dans le code de référence. Ce sont les moyens d'atteindre la « bonne gouvernance » qui se trouvent discutés. Ainsi, le *comply or explain*, au-delà de l'adaptation des règles, poursuit une **rationalisation des moyens de la gouvernance**. En revanche, le *comply or explain* ne semble pas ouvrir vers une mise en discussion des finalités de la gouvernance qui semblent, quant à elles, figées par (et dans) le code de gouvernance. Enfin, dans les extraits du rapport présenté par la société Bouygues, est affirmée l'ambition de tendre vers les préconisations du Code AFEP-MEDEF. Cette ambition est réaffirmée chaque année alors même que l'état des lieux des écarts par rapport aux exigences du code de référence n'a pas évolué en une année. Ne peut-on interpréter cette affirmation comme un signal destiné essentiellement aux investisseurs ? La référence au code ne sert pas à transformer les pratiques internes, mais bien davantage à rassurer les investisseurs. La double face du code de gouvernance et de la règle *comply or explain* qui lui sert de pivot transparaît nettement dans ces extraits. Y est également perceptible l'écueil de la « transparence conformiste »³¹⁰, à savoir la pression au conformisme – qui demeure parfois de façade – que charrie la règle se conformer ou expliquer.

Un troisième type d'explication est utilisé par les sociétés : la remise en cause de la recommandation contenue dans le code de référence ou dans les préconisations formulées

³¹⁰ J.-C. Duhamel J-C, B. Fasterling, « Le *comply or explain* : La transparence conformiste en droit des sociétés », *Revue internationale de droit économique*, 2009, pp129-157. Sur ce point, v. également la contribution de F. Lense dans le présent rapport : « Quels instruments de mesure de l'effectivité des codes de gouvernance d'entreprise ? Revue critique des instruments existants et éléments de réflexion prospective ».

par le HCGE. C'est tout particulièrement un des critères de l'indépendance des administrateurs – celui de l'ancienneté – qui suscite un rejet. Quatre exemples seront ici présentés. Dans son document de référence, le groupe Kering, à propos de la situation d'un administrateur, met en avant les vertus que présente le maintien d'un administrateur qui se prévaut d'une certaine ancienneté.

Sur avis du Comité des nominations, le Conseil d'administration a constaté que M. Philippe Lagayette (membre du Conseil de surveillance puis Administrateur depuis janvier 1999) a quitté toute responsabilité dans le domaine bancaire depuis début 2010. Suite à la lettre adressée par le Haut Comité de Gouvernement d'entreprise en juillet 2014, le Conseil d'administration a examiné à nouveau la situation de M. Lagayette et, à l'unanimité, **continue de considérer que ses hautes compétences, ses autres fonctions hors du Groupe (dont celles d'Administrateur de sociétés prestigieuses exigeant également une personnalité indépendante) et l'autorité morale reconnues témoignent qu'une telle ancienneté au sein du Conseil est d'une part un élément positif pour sa connaissance du Groupe, de son histoire et de ses activités et, d'autre part, traduit une contribution continue et éminente** aux travaux de ce Conseil, et auparavant du Conseil de surveillance qui a connu plusieurs présidences depuis la première nomination de M. Lagayette. Cette conviction se trouve de surcroît renforcée s'agissant d'une personnalité exerçant en outre dans deux Conseils de sociétés cotées, des missions d'Administrateur référent et présidence de comités d'audit.

Dans l'extrait ci-dessus, l'argument utilisé mêle des considérations conjoncturelles – la situation de M. Lagayette – et une remise en question la préconisation du code de référence. En revanche, dans son document de référence, le groupe Publicis se prête à une critique frontale des recommandations du Code AFEP-MEDEF :

Conformément aux principes du code AFEP-MEDEF, le Conseil de surveillance s'est penché sur l'indépendance de ses membres et a analysé les critères proposés par le Code pour définir ceux qu'il souhaitait retenir. **Le Conseil a écarté le critère de durée maximum de 12 ans pour les mandats des membres du Conseil de surveillance, considérant que cette limitation de durée n'est pas adéquate pour les Conseils de surveillance, dont le rôle est fondamentalement différent de celui des Conseils d'administration pour lesquels ces critères ont été définis.** Le Conseil de surveillance n'est pas responsable de la gestion de la Société, qui relève du seul Directoire, mais de son orientation et de son contrôle permanent. Ce rôle a conduit le Conseil à considérer que la notion de durée d'exercice du mandat est sans effet sur l'indépendance par nature de la fonction de surveillance qu'il exerce ainsi que chacun de ses membres. **Il faut rappeler que le code AFEP-MEDEF a été rédigé à l'attention de sociétés régies par un Conseil d'administration et que ce Code prévoit explicitement que les sociétés à forme duale effectuent les adaptations nécessaires (p. 43).**

Le groupe Publicis fait valoir l'inadéquation de la règle pour les sociétés à forme duale. Il utilise ainsi l'*explain* pour remettre en cause la recommandation, sans que cette remise en

cause ne soit justifiée par les spécificités du groupe. A aucun moment ne sont évoquées les spécificités du groupe par rapport à une autre société qui aurait opté pour la forme duale. Néanmoins, au terme de son développement, le groupe Publicis suggère que cette remise en question de la recommandation est prévue par le code lui-même. Ce faisant, le groupe envoie un signal aux investisseurs : la liberté qu'il prend demeure dans les limites offertes par le code. On peut y voir une illustration de la « transparence conformiste », à savoir que la discipline de marché conduit les sociétés à envoyer, autant que possible, des signaux de conformité au code de gouvernance.

Le même phénomène peut être détecté dans le document de référence de Bouygues. Celui-ci y procède une critique de la préconisation contenue dans le code de gouvernance, tout en s'y conformant.

En réponse à une remarque du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise, Martin Bouygues a souligné que le conseil d'administration était attentif au risque qu'une présence trop prolongée émousse le sens critique des administrateurs ; il a rappelé que, s'agissant d'un groupe complexe et diversifié, les administrateurs avaient besoin d'un temps long pour acquérir une connaissance approfondie de tous les métiers et maîtriser les enjeux stratégiques de leurs différents marchés ; il a souligné que le code AFEP-MEDEF invite les conseils d'administration à ne pas appliquer les critères de l'indépendance de façon abstraite ; **il a fait observer que, plus que tout autre critère, ce sont la force des personnalités, l'expérience, la compétence et le sens des responsabilités qui garantissent, aux yeux du Conseil, l'indépendance des points de vue dont il a besoin.** Toutefois, conscient de l'importance que le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise attache, tout comme l'AMF, au critère de l'ancienneté, et conformément à ses engagements, le Conseil a décidé, lors de sa réunion du 23 février 2016, de ne pas proposer à l'assemblée générale du 23 février 2016 le renouvellement des mandats de Jean Peyrelevade et de François-Henri Pinault, qui expirent à l'issue de ladite assemblée générale.

On le voit, le code de gouvernance fait ainsi figure de corde de rappel du gouvernement d'entreprise.

Un dernier usage de l'*explain* peut être caractérisé : la société se pose comme interprète du code de gouvernance et utilise l'espace de justification pour livrer son interprétation des recommandations du code de gouvernance. Tel est le cas lorsque L'Oréal justifie la mise à l'écart de la règle qui déconseille le cumul d'un contrat de travail et d'un mandat social :

Le Code AFEP-MEDEF auquel L'Oréal se réfère, recommande, sans l'imposer, qu'il soit mis fin au cumul contrat de travail/mandat social.

Le Conseil d'Administration de L'Oréal **partage les objectifs de cette recommandation qui vise à éviter le cumul d'avantages tirés à la fois du contrat de travail et du mandat social et interdire toute entrave à la révocabilité ad nutum des dirigeants mandataires sociaux.** Le

Conseil d'Administration a formalisé les modalités d'application des objectifs de la recommandation, adaptées au contexte du Groupe L'Oréal.

L'intention du Conseil est de traiter de la façon qui suit tout nouveau dirigeant mandataire social ayant plus de 15 ans d'ancienneté dans le Groupe au moment de sa nomination.

La politique constante de L'Oréal étant de nommer en qualité de dirigeants mandataires sociaux des collaborateurs ayant pleinement réussi dans les différentes étapes de leur carrière au sein du Groupe, le Conseil ne souhaite pas, qu'après de longues années de carrière chez L'Oréal, ceux-ci se voient privés d'avantages dont ils auraient continué à bénéficier s'ils étaient restés salariés.

Le Conseil d'Administration a estimé que l'objectif poursuivi par la recommandation AFEP-MEDEF pouvait être totalement atteint en maintenant le contrat de travail suspendu et en séparant clairement les avantages liés d'une part, au contrat de travail et d'autre part, au mandat social.

En aucun cas, les rémunérations, au titre du mandat, ne seront prises en considération pour le calcul des indemnités dues en application de la convention collective et des accords collectifs applicables à l'ensemble des cadres de L'Oréal.

La rémunération au titre du contrat de travail suspendu à prendre en compte pour l'ensemble des droits qui y sont attachés, et notamment pour le calcul de la retraite à prestations définies, sera établie à partir de la rémunération à la date de suspension du contrat. Cette rémunération sera réévaluée chaque année par application du coefficient de revalorisation des salaires et des cotisations pour les pensions publié par la Caisse Nationale d'Assurance Vieillesse.

L'ancienneté retenue prendra en compte l'ensemble de la carrière y compris les années en qualité de dirigeant mandataire social.

Deux éléments de l'argumentation développée retiennent l'attention. Le premier est l'attention portée par le groupe L'Oréal au verbe « recommander » qui est présent dans l'article 21.1 du Code AFEP-MEDEF. L'Oréal semble ainsi suggérer que toutes les dispositions du code n'ont pas le même degré d'obligatorité. Il est vrai que le Code AFEP-MEDEF utilise parfois le terme « obligation »³¹¹, parfois celui de « recommandation ». Toutefois, en dépit de cette différence lexicale, peut-on véritablement considérer que les diverses dispositions du code ont une force normative variable ? L'ensemble des articles pouvant être mis à l'écart en vertu de la règle du *comply or explain*, distinguer des degrés de force normative paraît erroné.

³¹¹ Par exemple, l'article 22 du Code AFEP-MEDEF s'intitule « L'obligation de détention d'actions des dirigeants mandataires sociaux ».

Tout au plus peut-on considérer que les différences lexicales permettent aux auteurs du Code de gouvernance de signifier l'importance qu'ils accordent à telle ou telle disposition. Chemin faisant, pour les destinataires des signaux envoyés par les entreprises – les investisseurs – une mise à l'écart d'une disposition dite « obligatoire » semble plus dommageable que la mise à l'écart d'une simple recommandation. C'est exactement ce que suggère l'Oréal dans l'extrait reproduit ci-dessus.

Le second élément qui retient l'attention est le type d'interprétation qui se loge dans l'argumentation produite. Marquant son adhésion aux objectifs poursuivis par la mesure discutée, l'Oréal procède à une interprétation téléologique, proposant une adaptation de la mesure respectueuse de ces objectifs. Ainsi, la mise en œuvre du *comply or explain* ouvre un espace d'interprétation du texte et de mise en discussion des moyens adaptés aux fins poursuivis. En revanche, les finalités de la gouvernance semblent échapper à toute remise en cause, comme si elles étaient définitivement déposées et figées dans les codes de gouvernance.

2.2. Justifier et rendre compte : quelle(s) différence(s) ?

Le gouvernement des sociétés et la responsabilité sociale des entreprises ont en commun d'être régis, notamment, par des instruments de *soft law* dont l'effectivité est censée reposer sur des obligations de transparence.

La fonction première des obligations d'information, généralement mise en avant, est d'œuvrer à la transparence des activités des entreprises, et surtout de leurs effets. Dans cette perspective, les informations délivrées par les entreprises doivent surtout permettre de combler l'asymétrie d'information dans laquelle se trouvent les destinataires de ces informations : les investisseurs ou les consommateurs. L'obligation d'information est alors une technologie qui vient soutenir la **discipline de marché**. A cet égard, il n'est probablement pas inutile de signaler que l'assise juridique des obligations d'information et de transparence demeure fragile. Ainsi, dans une décision du 8 décembre 2016 portant sur la loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et la modernisation de la vie économique, le Conseil constitutionnel a considéré que le *reporting* des activités et des résultats par pays dans lesquels l'entreprise – et plus souvent le groupe – demeure implantée est attentatoire à la liberté d'entreprendre. Semblant infléchir sa position dans sa décision relative à la Loi n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre, le Conseil a préservé le mécanisme de transparence prévu, que les requérants avaient critiqué. Cette différence tient probablement au fait que la publicité auprès du grand public du *reporting* par pays n'était pas nécessaire à l'efficacité de la lutte contre la fraude et l'évasion fiscales, la diffusion auprès de l'administration fiscale pouvant

être jugée suffisante pour atteindre cet objectif de. Il en est autrement de l'efficacité du devoir de vigilance qui repose sur l'information de l'ensemble des parties prenantes et suppose donc une publicité plus large. La publicisation du rapport s'avère donc en adéquation avec l'objectif de prévention d'atteinte à des droits fondamentaux. Il ressort des deux décisions que l'obligation de transparence n'échappe pas aux prises de la liberté d'entreprendre. La première ne survit qu'à la condition de résister à la confrontation avec la seconde. Aussi les obligations de reddition demeurent-elles fragiles. Leur consolidation est indispensable : elle est une condition à la possibilité même d'une évolution de la gouvernance impulsée par des parties prenantes « externes ».

Cette dimension de l'obligation d'information est primordiale en matière de responsabilité sociale des entreprises³¹². La prolifération des informations fournies soulève d'emblée une difficulté : l'hétérogénéité des données délivrées par les entreprises rend délicate leurs comparaisons. Or la comparabilité des données s'avère centrale dans une logique de mise en place d'une discipline de marché. Cela ressort des termes mêmes de la loi. Le législateur français a du reste précisé que les informations faisant l'objet du *reporting* et les modalités de présentation sont spécifiées par décret « de façon à permettre une comparaison des données » (art. R. 225-105-1 du Code de commerce). L'horizon de la comparaison est inscrit dans le code lui-même. Dans cette perspective, l'article R. 225-105-1 mentionne notamment la possibilité qu'ont les entreprises de se conformer à des référentiels nationaux ou internationaux. Devant choisir entre deux paquets de café différent, le consommateur doit pouvoir comparer les performances (autres que le prix) des deux entreprises productrices de café.

La discipline de marché requérant la possibilité aux destinataires des informations de comparé les performances des entreprises, est apparue l'exigence d'une certaine **standardisation** des données extra financières transmises par les entreprises. Tel est, par exemple, le projet du Global Reporting Initiative³¹³ qui a élaboré des standards de rapportage extra-financiers. Cet organisme fournit un guide et des supports qui mettent les entreprises en capacité de produire des informations formatées pour leurs destinataires. Il propose un référentiel d'indicateurs³¹⁴ qui permet de mesurer l'avancement des programmes de développement durable des entreprises. L'usage d'indicateurs vise à faciliter la comparaison des performances des différents protagonistes. Un processus similaire est en train d'émerger

³¹² L'ordonnance n° 2017-1180 du 19 juillet 2017 relative à la publication d'informations non financières par certaines grandes entreprises et certains groupes d'entreprises a remodelé les obligations de reddition non-financière dans le cadre d'une « déclaration de performance extra-financière » (art. L. 225-102-1 c. com.).

³¹³ <https://www.globalreporting.org/>

³¹⁴ Sur ce point, v. Arnaud Van Waeyenberge, Benoît Frydman, Gouverner par les indicateurs, Larquier 2013.

concernant le *reporting intégré*³¹⁵ promu par l'International Integrated Reporting Council³¹⁶. Cet organisme propose des standards de rapportage qui mêlent des données financières et des données extra-financières. Dans cette optique de standardisation, une des difficultés réside précisément dans l'établissement d'un cadre de référence. Ce sont des organismes extérieurs aux entreprises qui établissent ce cadre, lequel n'est pas vraiment discuté au niveau des entreprises.

En définitive, s'il fallait synthétiser, trois éléments caractérisent le *reporting* non financier en matière de responsabilité sociale des entreprises :

- Le *reporting* s'inscrit dans le cadre d'un référentiel qui ne peut être discuté par l'entreprise débitrice de l'obligation d'information.
- La reddition repose, le plus souvent, sur l'usage d'indicateurs.
- L'impératif de comparabilité des performances des différents acteurs sur le marché prime.

Au regard de ces éléments, convient-il de distinguer l'obligation de rendre compte et celle de justifier des choix en matière de gouvernement d'entreprise ? Si l'une et l'autre obéissent à une exigence de transparence, plusieurs éléments conduisent à les distinguer. C'est tout d'abord la logique sur laquelle elles reposent qui diffèrent. Les obligations de *reporting* donnent à voir les pratiques qui existent et les performances qui sont atteintes. La visée de l'obligation de justifier les écarts par rapport à la règle est tout autre : faire valoir les raisons de ces écarts. Les obligations de *reporting* permettent au destinataire des informations de **connaître**, alors que les obligations de justifier lui permettent de **comprendre**. Au-delà des visées de ces obligations, ce sont les modalités de leur exécution qui diffèrent. Fournir une justification suppose une narration³¹⁷ et ne saurait être exprimée à l'aide d'un indicateur chiffré³¹⁸.

Mettre en regard l'obligation de reddition et celle de justification permet de mieux cerner les logiques dont elles sont porteuses. Toutes deux visent à orienter les décisions des sociétés par un processus d'évaluation, de jugement porté sur ces décisions. Cette évaluation peut être interne ou externe. Ce sont les organes de la société – notamment le conseil d'administration et ses comités en matière de gouvernance, les services de compliance ou de

³¹⁵ Cette promotion du *reporting* intégré doit recueillir l'attention car elle constitue une tentative pour croiser les démarches de responsabilité sociale des entreprises et d'amélioration des dispositifs de gouvernance. Sur le *reporting* intégré, v. C. Malecki, *Responsabilité sociale des entreprises. Perspectives de la gouvernance d'entreprise durable*, LGDJ, coll. « Droit des affaires », p. 185 et s.

³¹⁶ <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORKFrench.pdf>

³¹⁷ Sur ce point, v. notamment F. Guiomard, *La justification des mesures de gestion du personnel*, Thèse Université Paris Nanterre, 2000.

³¹⁸ Sur ce point, v. la contribution supra de F. Lense.

développement durable en matière de responsabilité sociale des entreprises – qui procèdent à l'évaluation interne. C'est sur la base de cette évaluation que l'entreprise produit les informations livrées à l'extérieur. L'évaluation externe est menée par les consommateurs s'agissant des performances sociales et économiques. Si les investisseurs et ceux qui les conseillent (les *proxy advisors*) portent également leur attention sur ces dernières, leur évaluation porte principalement sur les performances en matière de gouvernance. Outre la diversité des auteurs, ces deux évaluations reposent sur des ressorts qui diffèrent quelque peu. L'évaluation interne porte sur les performances de la société *in se*. A l'inverse, préparant un choix de consommation ou d'investissement, l'évaluation à laquelle procèdent les acteurs externes consiste à comparer les performances de l'entreprise avec celles d'autres entreprises. Cette comparaison se trouve au cœur de la discipline de marché. Il en ressort que les informations fournies par les entreprises doivent pouvoir faire l'objet d'une comparaison. L'exigence de comparabilité qui se trouve au cœur de l'évaluation externe rejaille sur la formulation des résultats de l'évaluation interne. Cette formulation est standardisée. Telle est la fonction du référentiel et des indicateurs de la responsabilité sociale des entreprises³¹⁹. En matière de gouvernement d'entreprises, les codes de gouvernance constituent le référentiel par rapport les informations sont fournies. Les autorités chargées de la mise en œuvre des codes de gouvernance doivent à l'amélioration de la qualité de l'information. Précisément, la standardisation est conçue comme un moyen de cette amélioration³²⁰. C'est dans cette perspective que le HCGE confectionne un guide d'application du Code AFEP-MEDEF³²¹. Ce guide contient des recommandations relatives, notamment, à l'interprétation qu'il convient de donner à certaines dispositions du code de gouvernance³²². Plus encore, il comporte des recommandations relatives aux informations, aux motivations et aux justifications avancées par les entreprises. La dernière partie du guide est exclusivement consacrée aux modalités de reddition en la matière. Ces indications portent aussi bien sur les informations à produire dans le rapport annuel présenté à l'assemblée générale conformément aux articles L. 225-100 et s. que sur les explications fournies en cas de non-respect du code de gouvernement d'entreprises auquel l'entreprise a adhéré.

Ainsi, le HCGE propose un « récapitulatif des informations à faire figurer dans les rapports annuels/documents de référence afin de répondre à l'obligation appliquer ou expliquer de l'article L.225-37 ou L.225-68 du code de commerce ». Le guide tend ainsi à standardiser les informations fournies par les entreprises. Il fournit non seulement une liste

³¹⁹ Sur ce point, v. *supra*.

³²⁰ Cela ressort très nettement de la recommandation adoptée par la Commission européenne en 2014 (Recommandation sur la qualité de l'information sur la gouvernance d'entreprise (« appliquer ou expliquer »).

³²¹ http://www.afep.com/uploads/medias/documents/Guide_application_Code_Afep_Medef_du_gouvernement_entreprise_soci%C3%A9tes_cotees_Decembre_2015.pdf

³²² A titre d'illustration, le guide spécifie l'acceptation du critère relatif aux liens que l'administrateur entretient avec la société (v. p., 6 du guide précité).

des domaines qui doivent faire l'objet d'une information, mais également le type de données qui doivent figurer dans le document. Il convient de prêter une attention à la liste des informations requises. Elles constituent autant d'indicateurs utilisés par le HCGE pour contrôler la mise en œuvre des codes de gouvernance. A titre d'illustration, les informations portant sur la mise en œuvre de l'article 6 du Code AFEP-MEDEF consacré aux principes directeurs relatifs à la composition du conseil d'administration sont les suivants :

« Indépendance des membres du conseil d'administration

- Nombre et nom des administrateurs indépendants
- Critères d'indépendance retenus
- Appréciation du caractère significatif des relations d'affaires et explicitation des critères ayant conduit à cette appréciation
- Conclusion de l'examen relatif à l'indépendance des membres du conseil d'administration
- Date de début du mandat (mandat en cours ou premier mandat) et d'expiration du mandat
- Durée du mandat et, le cas échéant, règles d'échelonnement
- Age, sexe et nationalité de l'administrateur
- Fonction principale
- Liste des mandats et fonctions exercées dans d'autres sociétés françaises ou étrangères, faisant apparaître clairement celles qui sont cotées et celles qui appartiennent au même groupe
- Nombre d'actions de la société détenues
- Proportion de femmes au sein du conseil
- Origine de l'élection ou de la désignation : L.225-17, L.225-23, L.225-27, L.225-27-1 ou autre (sociétés privatisées...)

On le voit, la logique de standardisation est présente en matière de reddition, qu'elle porte sur des données sociales et environnementales, ou sur le gouvernement d'entreprise. Dans ce dernier domaine, ce sont principalement les données qui attestent la conformité au code de gouvernance qui font l'objet d'une standardisation. En revanche, comme cela a été indiqué, à l'occasion de la mise en œuvre de l'*explain*, l'entreprise livre des raisons contextualisées. En effet, l'obligation de justifier la non-conformité aux dispositions du code de gouvernance de référence poursuit un double objectif : un objectif externe d'explicitation aux

investisseurs des spécificités des choix de gouvernance effectués ; un objectif interne de réflexivité orientant les choix vers la conformité des décisions aux dispositions du Code ou une rationalisation des écarts pris par rapport à ces dispositions. Dans cette perspective, le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise précise, dans les recommandations formulées, que « les explications fournies doivent être étayées et adaptées à la situation particulière de la société et indiquer, de *manière convaincante*, en quoi cette spécificité justifie la dérogation ». Dans cette phrase, les deux facettes, externe (référence à la nécessité de convaincre l'auditoire³²³) et interne (réflexivité par rapport aux spécificités de l'entreprise), ressortent nettement. Il ne s'agit pas seulement d'explicitier l'état de l'organisation mais d'inscrire cet état dans un maillage de contraintes afin de le justifier. L'obligation de justification requiert de mettre en lien des données de contexte, de productions, etc. avec les choix en matière de gouvernance. En ce sens, l'*explain* semble avoir des vertus réflexives plus puissantes que les simples obligations de rapportage.

³²³ En ce sens, v. C. Perelman, L. Olbrechts-Tyteca, *Traité de l'argumentation*, Éditions de Université libre de Bruxelles, coll. "UB lire Fondamentaux", 2008, 740p.

Un tableau peut utilement résumer ce qui semble opposer les obligations de reddition et celles de justification (*explain*).

	Reddition non financière	<i>Explain</i>
Visée	Accéder à la connaissance de l'existant	Comprendre les raisons de l'existant
Modalités	Indicateurs	Narration
Mise en discussion du référentiel	Non	Oui
Logique dominante	L'exigence de comparabilité	Logique de réflexivité

A l'évidence, la présentation des lignes de force de chacune des obligations conduit à une systématisation excessive. Du reste, les modalités relatives à la publication d'informations non financières sont amenées à évoluer à la suite de l'adoption de l'ordonnance n° 2017-1180 du 19 juillet 2017 ainsi que du décret n° 2017-1265 du 9 août 2017. Le rapport devient une « déclaration »³²⁴, plus narrative. Si l'on veut bien prendre au sérieux l'expression

³²⁴ C. Malecki, Transposition de la directive RSE : un nouveau cadre de publications extra-financières pour les grandes entreprises, Bulletin Joly Sociétés - 01/10/2017 - n° 10 – p. 632

« performance extra-financière » qui a fait son entrée dans le Code de commerce, c'est une conception moins statique des informations dont les entreprises sont débitrices qui prévaut. Les informations devront porter non seulement sur un état des lieux, mais également sur les moyens mis en œuvre et sur les résultats escomptés. Les informations non-financières fournies devraient ainsi être davantage contextualisées. Toutefois, l'impératif de comparabilité demeure

Elle permet toutefois de mettre en lumière les spécificités de l'obligation de justification par rapport aux obligations de reddition. A n'en pas douter, la première favorise la réflexivité des pratiques de gouvernance. Du reste, la multiplication des interprètes des codes de gouvernance semble nourrir ce mouvement. Outre le HCGE, l'AMF propose aussi, dans ses rapports, une interprétation du Code AFEP-MEDEF. En outre, comme cela a été souligné, les entreprises elles-mêmes, s'érigent en interprète, voire en évaluateur, des dispositions du code de gouvernance. Le foisonnement des instances d'interprétation mérite attention. D'une part, au fil des années, s'est instauré un véritable dialogue entre les instances qui veillent à la mise en œuvre du code de gouvernance. Ainsi, dans leurs rapports, le HCGE et l'AMF font réciproquement référence aux interprétations que chacun d'eux adopte. Un dialogue s'établit également entre ces autorités et les entreprises. A titre d'illustrations, dans son rapport de 2016, le HCGE relève que « sur la proportion d'administrateurs indépendants, le Haut Comité a déjà eu l'occasion d'indiquer que la présence d'un actionnaire de référence ne suffit pas à expliquer la déviation, car elle renforce au contraire l'utilité des administrateurs indépendants dans les fonctions de contrôle que facilitent les comités (voir Rapport d'activité 2014, p. 14). Les sociétés ne doivent donc pas relâcher leurs efforts, notamment à l'occasion des renouvellements de mandats, pour rétablir les proportions requises »³²⁵. Les significations du code de gouvernance naissent de ce dialogue. Sous cet angle, l'instrument de *soft law* connaît une parenté avec l'instrument de *hard law*, lequel doit également être interprété par les destinataires de la règle (administration, autorité ou personne privée) ainsi que par les juges éventuellement saisis. Toutefois, s'agissant des codes de gouvernance, le dialogue ne contribue pas à poser les conditions de légalité d'un acte, dans la mesure où un mode de gouvernance non conforme aux préconisations du code ne constitue pas une entorse à la légalité. Le dialogue concourt davantage à asseoir la légitimité du code et des principes de gouvernance qu'il contient.

Toutefois, cette vertu réflexive de l'*explain* connaît une limite de taille : la tension irréductible entre l'exigence de standardisation et celle de contextualisation. Ainsi, L'AMF prône une présentation sous forme de tableau qui doit être privilégiée « à une rédaction littéraire » dans un objectif de lisibilité et de synthèse de l'information³²⁶. Dans son dernier

³²⁵ Rapport HCGE 2016 p. 12.

³²⁶ Voir le rapport sur le gouvernement d'entreprises de 2016.

rapport, le HCGE réitère la nécessité d'une explication compréhensible, pertinente et circonstanciée précisant notamment pourquoi les critères du code de gouvernance n'apparaissent pas pertinents au regard de la situation de la société et de l'opération envisagée³²⁷. La société doit indiquer les critères alternatifs qu'elle a retenus et justifier leur pertinence au regard de sa situation. Cette tension, omniprésente, aboutit à une transparence conformiste. Celle-ci connaît deux dimensions. D'une part, dans les choix qu'elles opèrent, les sociétés sont incitées à adopter les schémas préconisés dans le code, quand bien même ils ne sont pas ceux qui conviennent le mieux à leurs particularités. D'autre part, la crainte de l'évaluation externe par les investisseurs conduit les entreprises à céder aux sirènes de la standardisation, quand bien même les déclarations ne correspondent pas toujours aux pratiques réelles. Contrecarrer cette seconde tendance nécessiterait de mettre en œuvre des moyens conséquents.

La tension qui a été identifiée est propre aux règles dont l'effectivité repose sur une comparaison des performances, autrement dit que la discipline de marché. La nécessité de rendre ces performances comparables conduit à une homogénéisation, voire une standardisation, de la présentation de ces performances. La standardisation de l'extériorisation des performances annihile les vertus réflexives de ce processus. Aussi, la recherche des outils d'une bonne gouvernance requiert-elle d'envisager l'articulation des codes avec d'autres outils de la gouvernance.

3. Les codes de gouvernance parmi les autres outils de la gouvernance : vers une bonne gouvernance ?

En tout premier lieu, la quête d'une bonne gouvernance met en exergue une difficulté majeure : qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ? A cette interrogation, le Code AFEP-MEDEF, ainsi que les documents qui ont trait à sa mise en œuvre, n'apportent pas véritablement de réponse. Si mise en discussion du référentiel il y a³²⁸, celle-ci porte moins sur les objectifs de bonne gouvernance que sur les moyens d'atteindre ces objectifs au sujet desquels semble planer un consensus qui dispense les acteurs de toute explicitation. Or l'achèvement d'une bonne gouvernance réclame que soient également discutées les visées poursuivies par les modalités de gouvernance. A cet égard, deux pistes pourraient être poursuivies. Alors que la plupart des entreprises se réfugient derrière le code lorsqu'il s'agit de déterminer les objectifs poursuivis, il s'agirait de les inviter, si ce n'est les contraindre, à indiquer, dans leur rapport les

³²⁷ Sur une tendance équivalente au Royaume-Uni, v. la contribution de F. Lense dans le présent rapport consacrée aux « éléments de réflexion prospective sur la construction d'instruments de mesure de l'effectivité des codes de GE ».

³²⁸ Sur ce point, v. *supra*.

finalités des modalités de gouvernance qu'elles adoptent. Semblable spécification pourrait élargir les vertus réflexives du processus de transparence.

Par ailleurs, il est nécessaire de poursuivre l'intégration des considérations relevant de la gouvernance et celles touchant à la responsabilité sociale de l'entreprise. A titre d'illustration, en 2016, le groupe Accor a créé un comité de la gouvernance, de la compliance et de la responsabilité sociétale. Il ressort du document de référence de 2016 que, « le 27 juillet 2016, le Conseil d'administration, sur proposition du Comité anciennement en charge des rémunérations, des nominations et du gouvernement d'entreprise, a décidé de créer un nouveau comité, le Comité de la gouvernance, de la compliance et de la responsabilité sociétale, auquel ont été confiées les missions de veiller à la bonne application des principes de place de gouvernement d'entreprise précédemment dévolues au Comité des rémunérations, des nominations et du gouvernement d'entreprise, et de préparer des décisions du Conseil d'administration en matière de compliance, éthique et RSE ».

Outre la mise en discussion des objectifs du gouvernement d'entreprise, la quête d'une bonne gouvernance réclame de mettre en place des instruments dont l'effectivité ne repose pas seulement sur la discipline de marché³²⁹. Ce serait une manière d'échapper à l'irréductible tension entre les logiques de réflexivité et de standardisation. D'emblée une précision s'impose. Il ne s'agit pas de mettre à mal les obligations de transparence et de justification, mais plutôt de considérer qu'elles ne permettent pas, à elles seules, d'assurer l'effectivité des instruments de *soft law*, notamment les codes de gouvernance. Il s'agit de trouver les moyens de rendre opposable aux entreprises l'ordre normatif dont elles se dotent. Ce dernier est composé d'outils juridiques multiples : les codes de gouvernement d'entreprises et de responsabilité sociale, les statuts, les contrats commerciaux, les conventions de gestion, *etc.* Quels moyens juridiques adopter pour contraindre les sociétés et leurs parties prenantes à ne pas se contredire au détriment d'autrui (principe d'Estoppel) ? Une première voie pourrait être celle de la corégulation (3.1). Une autre pourrait être de privilégier des dispositifs juridiques qui permettent de dépasser les tensions qui contribuent à l'ineffectivité des codes de gouvernance. Telle est la proposition avancée par certains membres de l'équipe qui préconisent la création d'un nouveau type de statut dont les entreprises pourraient se doter (3.2.).

3.1. La corégulation

³²⁹ Sur ce point, v. les contributions qui prennent place dans le deuxième axe.

Développée notamment par l'équipe du Centre Perelman de philosophie du droit de l'Université Libre de Bruxelles, l'hypothèse de corégulation prend appui sur un constat : la remise en cause du monopole de l'Etat dans la production de normes de régulation et son pendant, la reconnaissance du rôle joué par les acteurs privés dans la régulation. Précisément, la corégulation renvoie à « une sorte d'hybridation des modèles de régulation »³³⁰. Il s'agit alors d'analyser les dispositifs qui produisent des **effets de régulation**, en se débarrassant des distinctions généralement utilisées dans la pensée juridique, en particulier, celles entre les branches du droit et celles entre les ordres juridiques³³¹. Peu importe qu'une technologie relève du droit commercial ou du droit social ; peu importe qu'elle relève de l'ordre administratif ou de l'ordre judiciaire : le prisme de l'analyse est davantage le rapport entre un dispositif juridique et la manière dont il oriente un comportement. L'attention se porte alors sur les différents types de technologies – dont le degré de juridicité n'est pas la préoccupation première – qui interviennent dans la régulation d'un domaine d'activités³³² : la réglementation étatique qui prescrit des comportements notamment au moyen de sanctions étatiques, les instruments économiques – à l'instar des incitations – qui encouragent certaines décisions, les dispositifs d'autorégulation – la régulation est alors confiée à une entité à laquelle les acteurs adhèrent –, les dispositifs volontaristes – par lesquels les acteurs se donnent leurs propres règles, et enfin les instruments d'informations³³³. Les effets de régulation tiennent alors à la mise en lien de ces différents instruments.

Cette hypothèse de corégulation semble très fructueuse pour analyser les dispositifs de responsabilité sociale. A cet égard, des développements récents pourraient être utiles pour réfléchir, de manière prospective, à l'effectivité des codes de gouvernance. En effet, face aux limites des instruments de RSE, que la catastrophe de l'effondrement du Rana plaza a portées la lumière, le législateur français a initié un projet de loi visant à instaurer un devoir de vigilance des sociétés mères ou des sociétés donneuses d'ordre quant au respect des droits fondamentaux des travailleurs des entreprises filiales ou des entreprises sous-traitantes. La loi adoptée le 27 mars 2017 instaure l'obligation pour les entreprises dotées d'une certaine taille de mettre sur pied un plan de vigilance et prévoit de possibles sanctions étatiques à l'encontre d'entreprises qui n'auraient pas établi un tel plan, qui n'auraient pas veillé à son exécution, ou encore qui n'auraient pas respecté les engagements souscrits dans le cadre du plan qu'elles auraient elles-mêmes établi. C'est ce mariage d'un plan de vigilance conçu par les entreprises et d'inscription de ce plan dans un réseau de règles, dont certaines prévoient des sanctions étatiques, qui constitue l'originalité technologique du dispositif. En effet, il contient deux modes de concrétisation du plan de vigilance très différents : l'une joue sur

³³⁰ T. Berns et alii, *Responsabilités des entreprises et corégulation*, Bruylant, 2007, p. 151.

³³¹ *Ibid.*, p. 151.

³³² La typologie qui suit est empruntée à T. Berns et alii (*ibid.* p. 155).

³³³ Sur ce point, v. infra.

l'autonomie des acteurs, tandis que la seconde consiste davantage à soumettre les acteurs au jugement des autorités publiques. Loin de s'exclure l'un l'autre, ces deux modes de réalisation du droit peuvent s'articuler. Le premier consiste à obliger l'entreprise dotée de son pouvoir d'influer la gestion de ses partenaires à publier le plan de vigilance dans le cadre du *reporting* non financier. Dans un tel modèle, la règle juridique ne prescrit aucun comportement autre que celui de rendre compte des actions dans les domaines qui font l'objet du *reporting*. Le rôle de la loi est d'offrir aux acteurs - et donc de concevoir - les moyens d'une régulation autonome. En ce sens, les obligations en matière de *reporting* extra financier, parmi lesquelles la transparence sur les mesures de vigilance prend place, participe d'une politique d'*empowerment* des entreprises multinationales. Ces outils ont la faveur des entreprises et de leurs dirigeants, sensibles aux mérites d'une *soft law* qui produit des effets sans pour autant véritablement les contraindre. Toutefois, face aux faiblesses de certains instruments de la RSE, et notamment les insuffisances de la discipline de marché, le législateur a voulu placer la mise en œuvre du devoir de vigilance sous l'œil des autorités publiques. C'est ainsi que le non-respect du devoir de vigilance engage la responsabilité civile de la société, selon les canons les plus traditionnels de la responsabilité pour faute ou pour négligence. Le choix d'un tel fondement peut être discuté³³⁴. En l'état, la caractérisation de la faute, en cas de survenance d'un dommage, reposera sur une appréciation des mesures de diligence raisonnable. L'adjectif raisonnable retient l'attention. Il suggère une double évaluation des moyens mis en œuvre : celle de leur rationalité - c'est-à-dire l'adéquation instrumentale des moyens aux fins - et celle de leur caractère mesuré - c'est-à-dire une appréciation de leur proportionnalité aux regards des moyens dont dispose l'entreprise.

L'articulation ainsi envisagée entre des dispositifs d'autorégulation des technologies juridiques hétéronomes semble aujourd'hui avoir les faveurs du législateur. En matière de lutte contre la corruption, la loi n° 1691-2016 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique contient un dispositif bâti sur un modèle analogue à celui du devoir de vigilance. Ainsi, l'article 8 dispose que « Les présidents, les directeurs généraux et les gérants d'une société employant au moins 500 salariés ou appartenant à un groupe de sociétés dont l'effectif comprend au moins 500 salariés et dont le chiffre d'affaires ou le chiffre d'affaires consolidé est supérieur à 100 millions d'euros sont tenus de prendre les mesures destinées à prévenir et à détecter la commission, en France ou à l'étranger, de faits de corruption ou de trafic d'influence selon les modalités [suivantes] [...] :

³³⁴ V. notamment, Ch. Hannoun, « Propositions pour un devoir de vigilance des sociétés mères », in *Mélanges offertes à M. Germain*, Paris, Dalloz 2014 p. 381.

1° Un code de conduite définissant et illustrant les différents types de comportements à proscrire comme susceptibles de caractériser des faits de corruption ou de trafic d'influence ;

2° Un dispositif d'alerte interne destiné à permettre le recueil des signalements émanant d'employés relatifs à l'existence de conduites ou de situations contraires au code de conduite de la société ;

3° Une cartographie des risques prenant la forme d'une documentation régulièrement actualisée et destinée à identifier, analyser et hiérarchiser les risques d'exposition de la société à des sollicitations externes aux fins de corruption, en fonction notamment des secteurs d'activités et des zones géographiques dans lesquels la société déploie son activité commerciale ;

4° Des procédures d'évaluation de la situation des clients et fournisseurs de premier rang ainsi que des intermédiaires au regard de la cartographie des risques ;

5° Des procédures de contrôles comptables, internes ou externes, destinées à s'assurer que les livres, registres et comptes ne soient utilisés pour masquer des faits de corruption ou de trafic d'influence. Ces contrôles peuvent être réalisés soit par les services de contrôle comptable et financier propres à la société soit en ayant recours à un auditeur externe à l'occasion de l'accomplissement des audits de certification de comptes prévus à l'article L. 823-9 du Code de commerce ;

6° Un dispositif de formation destiné aux cadres et aux personnels les plus exposés aux risques de corruption et de trafic d'influence ;

7° Un régime de sanction disciplinaire permettant de sanctionner les membres de la société en cas de violation du code de conduite de la société.

Indépendamment de la responsabilité de ses organes ou représentants, la société est également responsable en tant que personne morale en cas de manquement à cette obligation ».

L'ensemble de ce dispositif mérite d'être cité car il s'illustre par la multiplicité des technologies qui le composent : un code de bonne conduite, la mise en place d'un système d'alerte, l'instauration de procédures internes de repérage des risques et d'évaluation des situations porteuses de risques, un renforcement des capacités des acteurs par des programmes de formation, un régime de sanction interne à l'entreprise et des sanctions étatiques. Il y a là tous les ingrédients d'une recherche d'implémentation de nouvelles pratiques, sans que pour autant soit négligé l'outil classique de la sanction étatique – en l'occurrence pénale.

Rapportée à la question de l'efficacité des codes de gouvernance, pareille hypothèse de corégulation est riche de plusieurs enseignements.

D'un point de vue descriptif, cette hypothèse permet de rendre compte de l'articulation des codes de gouvernance avec les obligations de rapportage ou de justification³³⁵. Elle livre également des clés de lecture relatives à la variété des codes de gouvernance. Il peut s'agir de la variété des auteurs des codes. Certains codes relèvent de l'autorégulation, lorsque le code est rédigé par des représentants des entreprises (France), des représentants des acteurs des marchés financiers, à savoir les entreprises, les investisseurs et les entreprises de marché (Italie). Le code peut aussi être produit par des commissions désignées par un organe étatique (Allemagne, Belgique) ou par le régulateur (Grande-Bretagne). A chacun des modes d'élaboration correspond une forme de légitimité spécifique et des modalités propres d'implémentation des codes.

D'un point de vue plus prospectif, l'hypothèse de corégulation conduit à poser à nouveau frais la question du rôle de la règle étatique dans la perspective de rendre efficaces les codes de gouvernance. En vérité, cette question se dédouble. Elle renvoie au(x) modèle(x) de gouvernance d'entreprise que peut promouvoir l'Etat d'une part, au rôle des sanctions étatiques d'autre part.

S'agissant du premier versant, les deux exemples de corégulation précédemment évoqués livrent un enseignement majeur : le dispositif mis en place n'a de sens que rapporté à un objectif clairement désigné, que ce soit la responsabilisation des sociétés mères ou donneuses d'ordre pour les activités de leurs partenaires économiques ou la responsabilisation des entreprises en matière de corruption. En matière de gouvernance, les objectifs ne sont pas encore stabilisés et font l'objet de vives controverses. A cet égard, les changements qu'a connus le code britannique, fruits d'une prise en compte de l'évolution des paradigmes de la gouvernance³³⁶, sont symptomatiques de cette absence de stabilisation. Il en résulte une difficulté dans l'usage de certains outils qui nécessitent, pour être utilisés, que soit nettement distingué ce qui est acceptable de ce qui ne l'est pas. Telle est la logique qui préside à la mise en œuvre de l'alerte en cas d'atteintes à des droits fondamentaux ou de corruption. Dans le domaine de la gouvernance, cette frontière semble aujourd'hui encore mouvante. Certes, pourrait être envisageable un dispositif d'alerte en cas de non-respect des règles de gouvernance inscrites dans le code, par exemple l'absence de conformité quant à l'indépendance des administrateurs. Toutefois, les finalités de la gouvernance restant controversées, nulle alerte exercée au nom des violations des règles de gouvernance ne serait envisageable pour contrecarrer une décision portant atteinte aux droits d'autres parties

³³⁵ Sur ce point, v. *supra*.

³³⁶ Sur ce point, v. *supra*.

prenantes que les actionnaires. Ce sont alors les alertes propres au droit de l'environnement ou au droit du travail qui pourraient être mobilisées. Chemin faisant, l'hypothèse de corégulation nous invite à envisager l'efficacité des codes de gouvernance dans leurs interactions avec les outils de responsabilité sociale des entreprises. Telle est précisément le chemin emprunté par C. Malecki dans son ouvrage intitulé *Responsabilité sociale des entreprises. Perspectives de la gouvernance d'entreprise durable*³³⁷.

S'agissant du rôle de la sanction étatique, les deux dispositifs décrits y font recours. En vérité, ils sont à double détente. Chacun d'eux met à la disposition des entreprises un *modus operandi* – là réside la modernité de ces dispositifs – pour adopter un comportement conforme et atteindre ainsi l'objectif fixé (premier niveau) tout en assortissant l'adoption d'un comportement non conforme d'une sanction (second niveau). S'agissant des codes de gouvernance, la sanction étatique est absente. Même le contrôle de la conformité des comportements ou des justifications avancées pour expliquer l'absence de conformité n'est pas confié à un organe étatique³³⁸. Sont privilégiée la sanction par le marché ainsi que la sanction par les pairs. Le système français est typique de ce choix, la menace que fait planer le HCGE étant de nommer, dans son rapport annuel, les sociétés ne s'étant pas conformées aux dispositions du Code AFEP-MEDEF sans pour autant avoir fourni les explications justifiant cet écart. Semblable absence de sanction étatique peut-elle perdurer ? Cette interrogation prévaut notamment pour le non-respect des obligations d'informations.

3.2. L'entreprise à mission : une approche par les statuts alternative aux codes de gouvernance³³⁹

Face aux réticences auxquelles se heurtent toute tentative de densifier le réseau de règles dans lequel prennent place les codes de gouvernance, il convient de s'interroger sur l'opportunité de faire advenir des instruments alternatifs de gouvernement d'entreprises. Tel est le sens de l'émergence des entreprises à mission. Après avoir brièvement exposé les particularités de ces entreprises (3.2.1), il s'agira de mettre en lumière les vertus de cette innovation juridique que promeut une équipe au sein du Centre de Gestion Scientifique de

³³⁷ C. Malecki, *Responsabilité sociale des entreprises. Perspectives de la gouvernance d'entreprise durable*, LGDJ, coll. « Droit des affaires », 2015.

³³⁸ Sur ce point v. supra ; AMF, *Etude comparée : les codes de gouvernements d'entreprise dans 10 pays européens*, 2016.

³³⁹ Cette sous-section rédigée avec le concours de K. Levillain, B. Segrestin et A. Hatchuel.

l'Ecole des Mines et qui a participé à la rédaction de la présente sous-section. Une comparaison avec les codes de gouvernance est à cet égard éclairante (3.2.2.).

3.2.1. LES ENTREPRISES A MISSION, INNOVATION JURIDIQUE

Reposant sur une approche extérieure au cadre juridique et l'introduction de chartes et normes volontaires, la RSE fait l'objet de nombreuses critiques : elle ne rediscute pas les modèles théoriques ni les cadres juridiques qui positionnent l'entreprise comme un acteur privé, légitime à ne poursuivre que ses intérêts propres, et opérant sur un marché dans le seul but de dégager un profit. Or, tant que l'entreprise ne sera qu'une organisation « à but lucratif », alors aucun de ses engagements social ou environnemental ne pourra vraiment être crédible : il sera toujours suspecté de *greenwashing*, ou être susceptible d'être remis en cause dès qu'il contreviendra à l'intérêt économique ou financier de l'entreprise.

Face à ces limites, une nouvelle voie a été récemment ouverte aux Etats-Unis par l'introduction de nouvelles formes juridiques de société, les *Benefit* et *Social Purpose Corporations*. Nommées « *Profit-with-Purpose companies* » ou « entreprises à mission », les entreprises qui adoptent ces nouveaux statuts s'engagent dans leur contrat de société sur des missions sociales, scientifiques ou environnementales³⁴⁰ (Prior, Cohen, & Fox 2014, Levillain 2017). Du point de vue normatif, cette voie apparaît particulièrement originale : elle repose sur un changement législatif – l'introduction de nouvelles formes juridiques dans le droit commercial – mais reste un dispositif optionnel pour les dirigeants d'entreprise ; elle peut, comme pour un label, exiger le recours à des standards d'évaluation tiers, ou au contraire préserver toute liberté à l'entreprise de déterminer son propre référentiel ; enfin, elle vise à définir un engagement sur une finalité collective, mais laisse la définition de cette finalité dans les mains des actionnaires.

Cahier des charges de l'entreprise à mission

Pour comprendre l'intérêt de cette approche originale, il faut en revenir à son « cahier des charges » initial. Si de plus en plus d'entrepreneurs ou de dirigeants d'entreprise souhaitent s'impliquer dans des initiatives « responsables » ou sociales à l'opposé des pratiques habituelles visant à maximiser l'intérêt à court terme des actionnaires, de nombreux éléments rendent ces pratiques risquées et/ou précaires. En effet, le droit accorde un certain

³⁴⁰ C. Prior, S.R. COHEN, & T. FOX, Profit-with-Purpose Businesses - Subject paper of the Mission Alignment Working Group. Social Impact Investment Taskforce, G8K, 2014 ; Levillain, *Les entreprises à mission : un modèle de gouvernance pour l'innovation*, Vuibert.

nombre de prérogatives spécifiques à l'actionnaire (par ex. nomination et révocation des dirigeants *ad nutum*, accès à l'information financière, droit de vote sur des résolutions à l'assemblée générale, etc.) qui peuvent fortement contraindre l'action des dirigeants, et remettre en cause à tout moment ces initiatives, en particulier si les actionnaires changent eux-mêmes. Or les actionnaires ne sont pas tenus pour responsables des impacts des activités des entreprises dans lesquelles ils investissent, alors même que dans certains Etats américains, les dirigeants peuvent être convaincus de faute (*breach of fiduciary duty*) s'ils prennent des décisions qui ne vont pas dans le sens de la maximisation de la valeur actionnariale. Les chartes extra-juridiques s'apparentent dès lors dans un certain nombre de cas à une injonction contradictoire pour les dirigeants, coincés entre une exigence de rentabilité d'une part, et un engagement sociétal de l'autre.

Le premier élément d'un « cahier des charges » pour un modèle alternatif était donc d'exiger en premier lieu l'engagement juridique des associés eux-mêmes, de façon à protéger la latitude des dirigeants impliqués dans la poursuite d'un objectif sociétal. Pour autant, cet engagement ne devait pas remettre en cause la capacité de la société à distribuer les bénéfices réalisés aux investisseurs en capital.

Modèle de l'entreprise à mission

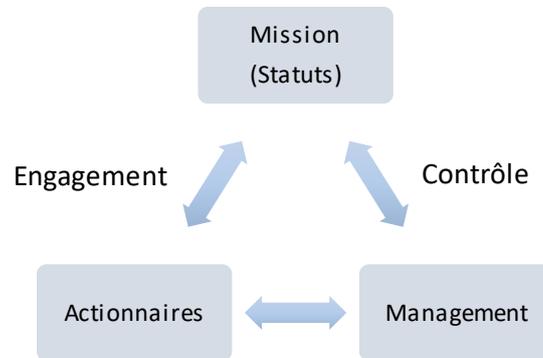
Pour répondre à ces ambitions, les formes juridiques introduites en droit ont donc rendu explicite une finalité de l'entreprise au-delà de la « lucrativité ». Elles peuvent être schématisées sous la forme de trois éléments nécessaires³⁴¹ :

1. La définition d'une finalité, ou mission, non réductible au profit (mais non exclusive du profit) explicite et publique, qui peut être imposée par la loi ou laissée libre de définition à la société ;
2. Un engagement de la société, stabilisant l'objet social au-delà des changements d'actionnariat et rendant publics toute changement d'orientation souhaité par l'assemblée générale des associés, notamment par l'inscription de la mission dans les statuts et l'exigence d'une majorité qualifiée des actionnaires pour la modifier ;
3. Des mécanismes de reddition des comptes et de contrôle adaptés à la mission choisie, incluant des rapports détaillant la stratégie adoptée pour poursuivre cette finalité, voire un comité de gouvernance dédié à l'évaluation de ces stratégies.

Ce faisant, la mission opère comme une interface entre le contrôle actionnarial et latitude managériale, permettant de garantir cette dernière sans pour autant laisser un blanc-seing

³⁴¹ K. Levillain, *Les entreprises à mission : Formes, modèle et implications d'un engagement collectif*, PhD, Centre de Gestion Scientifique, MINES ParisTech, PSL Research University, 2015.

aux dirigeants dans les choix stratégiques de l'entreprise. Les dispositifs de contrôle veillent en effet à ce que les dirigeants poursuivent bien la mission inscrite aux statuts. Cette inscription permet ainsi de reconnaître et de protéger le projet de l'entreprise au cœur d'un dispositif propre au droit des sociétés.



3.2.2. L'APPORT DU MODELE DE L'ENTREPRISE A MISSION DANS UNE DISCUSSION SUR LES CODES DE GOUVERNANCE

Un modèle qui renouvelle l'alternative entre « hard » et « soft » law

Premier effet de ce modèle : il sort de l'alternative habituelle entre dispositifs juridiques contraignants d'un côté, et normes ou chartes volontaires peu contrôlées et aux effets juridiques incertains de l'autre. D'un côté, il permet de reconnaître le caractère indispensable d'un engagement juridique des associés pour rendre durable et opposable les vœux exposés dans de tels documents extra-juridiques. L'ancrage dans les statuts lui offre une stabilité à moyen terme et une opposabilité qui contraste avec la flexibilité d'une règle de type « *comply or explain* » offrant une marge de manœuvre considérable dans l'application des codes de gouvernance.

De l'autre, il ne sacrifie pas pour autant à cette nécessité d'engagement la liberté dans la définition des finalités poursuivies pour chacun des collectifs ainsi que des moyens d'évaluation adaptés. En ce sens, il évite la critique du « *one size fits all* » qui tend à uniformiser les modèles de gouvernance face à la diversité des contextes économiques et des défis posés à chaque entreprise.

Une meilleure adéquation entre catégories juridiques et régime d'action

Mais surtout, ce modèle conduit à construire une grammaire de gouvernance qui soit en adéquation avec le régime de l'action collective qui prend place dans les entreprises. En effet,

les limites des approches traditionnelles de gouvernance tiennent en partie à ce que l'on n'a pas pensé la puissance générative de l'entreprise, c'est-à-dire sa vocation de développer de nouvelles capacités d'action collective³⁴². En réduisant la représentation de l'entreprise à son objectif de lucrativité, les variables de gouvernance classiques se résument bien souvent à des préoccupations éloignées de l'activité innovante nécessaire à la création de richesse : répartition des droits de propriété, distribution des dividendes, indépendance des administrateurs, techniques de valorisation, etc. Le langage économique et financier a ainsi conduit à standardiser le contenu des codes de gouvernance au mépris de la spécificité des dynamiques de création collective à encadrer.

Au contraire, le modèle des entreprises à mission propose un cadre plus adapté à ce régime d'action – sans exiger des actionnaires qu'ils renoncent à la liquidité de leurs actions – pour organiser la construction d'une capacité créative tout en l'insérant dans la société, en la rendant légitime et soutenable. De manière très intéressante, le modèle des entreprises à mission ne définit pas *a priori* ce qui relève de l'intérêt commun mais demande aux entreprises d'explicitier en quoi elles construisent du commun et de quoi elles répondent. Il dépasse ainsi l'opposition entre privé et public, en montrant que les entreprises, du fait de leur capacité d'innovation, contribue à l'intérêt collectif. Il introduit également des dispositifs de gouvernance (évaluation, contrôle, conseils stratégiques, etc.) qui tiennent compte de cette ambition de création collective.

³⁴² B. Segrestin, B. Hatchuel, *Refonder l'entreprise*, Seuil, 2012.

Conclusion générale

Conclusion générale

Tatiana Sachs (Université Paris Nanterre, IRERP)

Le travail d'exploration des codes de gouvernance mené dans le cadre du premier axe de notre recherche a permis de tailler une brèche dans une première idée reçue : celle de l'uniformité des codes de gouvernance à travers le monde³⁴³. En effet, que les codes aient une source privée pouvait initialement laisser présager un dépassement des traditions nationales fondé sur les paradigmes de gouvernance qui influencent les pratiques des grandes entreprises. Certes les codes de gouvernance assurent une standardisation des grandes idées et des grands principes de gouvernance. Toutefois, si l'on s'attache aux détails, le maître mot est diversité : diversité des rédacteurs, diversité des destinataires, diversité des modalités de contrôle, diversité des modalités d'articulation avec le droit étatique et diversité dans le contenu. Le constat de la résistance des solutions nationales conduit à nuancer la fonction harmonisatrice des codes de gouvernance. Voilà qui conduit à envisager la pertinence et l'utilité d'un code de gouvernance commun, du moins à l'échelle de l'Union européenne, même si cela semble actuellement difficilement réalisable.

Une autre affirmation, largement diffusée chez ceux qui, en France, considèrent qu'il convient de laisser au milieu des affaires le soin d'élaborer les instruments d'encadrement de la gouvernance, devait être mise à l'épreuve : celle d'une meilleure effectivité des codes de gouvernance par rapport à une norme de source étatique. Tel fut l'objet des travaux menés dans le cadre du deuxième axe de cette recherche. Si l'on veut bien retenir que l'effectivité d'une norme est réalisée lorsque les comportements observés sont conformes aux comportements attendus par le texte normatif, alors il est apparu que l'effectivité des codes de gouvernance reste très difficile à saisir. Outre les difficultés qui ne sont pas propres à la mise en œuvre des codes de gouvernance³⁴⁴, cette dernière soulève une complication de taille : comment évaluer l'effectivité d'une norme qui ouvre elle-même la possibilité aux acteurs de ne pas l'appliquer ? En France, cette ouverture est double : à un premier niveau, les sociétés cotées ont la possibilité de ne pas choisir de code de référence à condition de justifier ce choix ; à un second niveau, si elles choisissent un code de référence, leur est laissée

³⁴³ En ce sens, v. supra la contribution de K. Deckert et G. Marain et celle de K. Deckert et N. Rontchevsky.

³⁴⁴ Par exemple, l'évaluation de l'effectivité suppose de déterminer les comportements attendus. Or l'énoncé normatif peut se prêter à des interprétations multiples. La tâche de la pratique judiciaire est précisément de dégager ces interprétations.

la possibilité de ne pas se conformer à certaines de ces dispositions, à condition, là encore, de justifier un tel choix. En conséquence, l'évaluation de l'effectivité d'un code de gouvernance suppose trois niveaux d'observation : la déclaration d'adoption d'un code de référence, les déclarations de conformité au code de gouvernance choisi, l'observation d'une correspondance entre les déclarations de conformité et les pratiques de gouvernance concrètement en vigueur dans l'entreprise. Pour les deux premiers niveaux, il existe de surcroît deux modes de mise en œuvre de la règle : l'adoption d'un code (premier niveau) ou de ses dispositions (deuxième niveau) d'un côté, la fourniture d'une justification acceptable en cas de non-conformité de l'autre. En somme, l'ineffectivité est réduite à deux cas : celui où la société déclare ne pas se conformer au code ou à ses dispositions sans fournir de justification valable (premier et deuxième niveau) ; celui où elle déclare se conformer alors que ses pratiques ne correspondent pas à ses déclarations (troisième niveau). L'étude des deux premiers niveaux suppose une analyse textuelle, alors que celle du troisième niveau repose sur une étude des pratiques. Prise dans cette construction complexe, l'effectivité demeure difficile à saisir. Comme cela a été montré dans l'axe 2 du rapport³⁴⁵, elle se dérobe à une approche au moyen d'indicateurs chiffrés qui ne parviennent pas à rendre compte de la qualité des justifications avancées par les entreprises. Notre recherche s'est néanmoins attaquée aussi bien à la dimension déclarative de la mise en œuvre des codes de gouvernance (niveau 1 et 2) qu'à sa dimension pratique (niveau 3).

S'agissant de la dimension déclarative de la mise en œuvre des codes, notre équipe a alors concentré son attention sur deux aspects de la mise en œuvre des codes de gouvernance : le principe qui sert de pivot à cette mise en œuvre, à savoir le principe *comply or explain*, ainsi que le réseau de règles et d'institutions qui organisent et qui contrôlent la mise en œuvre des codes de gouvernance. Que la loi fasse place au principe *comply or explain*, que la loi contribue à instituer des modalités de supervision de la mise en œuvre des codes de gouvernance livre un enseignement précieux : qualifier le recours aux codes de gouvernance comme un mode d'autorégulation est erroné. La mise en œuvre de ces codes ne relève pas d'une « pure » autorégulation, ou d'une régulation endogène – pour reprendre une terminologie économique – issue des seuls acteurs du marché. Ainsi, par exemple, le contrôle de la mise en œuvre des codes de gouvernance ne relève pas uniquement de l'organe institué par les acteurs eux-mêmes (le HCGE), mais également, en vertu de l'article L. 621-18-3 du Code monétaire et financier, de l'AMF. A travers ce dispositif, les codes de gouvernance deviennent relevants³⁴⁶ pour le droit étatique³⁴⁷. Ce diagnostic retient tout particulièrement

³⁴⁵ En ce sens, v. *supra* la contribution de F. Llense.

³⁴⁶ Sur la « relevance juridique », v. F. Ost, M. Van de Kerchove, *De la pyramide au réseau. Pour une théorie dialectique du droit*, Publications des facultés universitaires Saint-Louis, 2002.

³⁴⁷ D'autres voies d'accroche de la *soft law* par la *hard law* existent, notamment dans le domaine de la responsabilité sociale et environnementale des entreprises. Tel est le cas lorsque des dispositions d'un code de bonne conduite sont considérées comme faisant partie du règlement intérieur de l'entreprise.

l'attention : il condamne la dichotomie nette entre *hard law* et *soft law* traditionnellement évoquée lorsque l'on s'intéresse aux codes de gouvernance. A cet égard, la confrontation des codes de gouvernance aux règles de rattachement du droit international privé est très instructive, ainsi que nous l'enseigne également les travaux menés dans l'axe 2 de la recherche³⁴⁸. Semblable constat de l'imbrication – et surtout la variété des modalités d'imbrication – entre *soft law* et *hard law* invite à pousser plus avant l'analyse des modalités d'accroche ou des points d'articulation entre le droit étatique et les instruments juridiques d'origine privée.

L'attention de l'équipe s'est alors concentrée sur la mise en œuvre du principe « *comply or explain* ». Les analyses juridiques³⁴⁹ et économiques³⁵⁰ de l'usage du principe « *comply or explain* » se rejoignent pour faire émerger un risque : celui de la transparence conformiste. Alors même que les sociétés pourraient utiliser la faculté offerte par ce principe de ne pas se conformer au code de référence afin d'adapter les modes de gouvernance aux spécificités de leur projet, il apparaît qu'elles en font un faible usage. Ce phénomène, qui puise sa source dans la préférence pour la conformité qu'ont les investisseurs, produit un effet pervers : celui de voir des entreprises adopter – ou du moins déclarer adopter – des modes de gouvernement d'entreprise qui sont inadaptés. En vérité, cet effet pervers tient au fait que le principe *comply or explain*, et le maillage institutionnel censé assurer sa bonne exécution, est considéré comme un équipement de la discipline de marché. Dès lors, le versant *explain* se trouve paralysé par la crainte de la réaction des investisseurs. Voilà qui contredit l'idée selon laquelle une des vertus de l'autorégulation est la forte adaptabilité des normes qu'elle véhicule aux particularités de chaque entreprise.

Les limites de la dimension déclarative de la mise en œuvre des codes de gouvernance doivent-elle conduire un jugement définitif de leur ineffectivité ? L'étude économétrique des effets comparés d'un code de gouvernance et d'une loi sur la présence des femmes dans les conseils d'administration³⁵¹ invite à une réponse nuancée. Bien que la prudence invite à ne pas généraliser les résultats obtenus, ces derniers mettent en lumière une effectivité mesurée des codes de gouvernance. Si le code obtient de moins bons résultats que le texte législatif, il n'en demeure pas moins qu'il n'est pas dénué d'effets. Face à un tel constat, les réactions diffèrent selon l'origine disciplinaire de l'observateur. Peu surpris que la loi qui assortit d'une sanction le non-respect de ses dispositions se révèle plus effective que le code, le juriste s'interroge sur les raisons de l'effectivité – même relative – des codes de gouvernance, alors que leur non-respect n'est assorti d'aucune sanction. A l'opposé, l'économiste, familier des

³⁴⁸ En ce sens, v. *supra* la contribution de L. Usunier.

³⁴⁹ En ce sens, v. *supra* la contribution de C. Lieury et K. Deckert

³⁵⁰ En ce sens, v. *supra* la contribution de S. Harnay, F. Llense et A. Rebérioux.

³⁵¹ En ce sens, v. *supra* la contribution de S. Harnay, F. Llense, A. Rebérioux, G. Roudaut.

théories mettant en avant l'idée d'efficacité du marché, conçoit la *soft law* comme une forme de droit produite de façon décentralisée, plus proche de par son mode de production des mécanismes concurrentiels de marché et donc davantage susceptible à ce titre d'efficacité qu'une loi, interprétée comme le résultat d'un mode de production juridique monopolistique et centralisé. Au moins dans une certaine mesure, il se montre donc surpris que la loi semble plus apte à atteindre ses objectifs que les codes de gouvernance.

En définitive, l'étude des différents niveaux (1, 2 et 3) de mise en œuvre des codes de gouvernance aboutit à un résultat conjoint des différentes contributions : la mise en cause de la discipline de marché qui constitue la clé de voûte de la mise en œuvre des codes de gouvernance. En effet, elle apparaît porteuse d'un risque : celui d'un déplacement de l'exigence de qualité. L'effectivité des codes étant principalement évaluée à l'aune d'une bonne mise en œuvre du principe *comply or explain*, le risque existe que les exigences de qualité portent principalement sur les *informations* fournies par les entreprises, qui permettent d'évaluer la gouvernance, au détriment d'une appréciation des *effets* sur la qualité de la gouvernance elle-même.

Le dernier axe de l'étude questionne précisément ce point. Il met ainsi en lumière que les codes de gouvernance échouent à fournir aux agents des instruments qui servent une mise en discussion réflexive des modalités du gouvernement d'entreprise. Le versant « *explain* » aurait pu être le siège d'une telle mise en discussion. Toutefois, la pression à la standardisation des pratiques et des justifications contrecarre cette inclination. Probablement est-ce la raison pour laquelle les sociétés non cotées, qui ont besoin de règles adaptées à leurs spécificités, ont développé des codes alternatifs³⁵², qui sont principalement utilisés comme des guides en interne et s'affranchissent ainsi quelque peu de la discipline de marché. Par contraste, la spécificité des codes de gouvernance n'apparaît que plus saillante. Ce sont des instruments ayant une double facette : ils servent de modèle de gouvernement en interne d'une part ; ils sont utilisés comme des instruments d'évaluation externes d'autre part. Les espaces de justification, et leurs vertus réflexives, ouverts par le principe *comply or explain* se trouvent ainsi écrasés par le poids de la standardisation des informations, comme des pratiques³⁵³.

Aussi la quête d'une bonne gouvernance nous semble-t-elle requérir une réflexion renouvelée, non seulement sur les finalités de la gouvernance, mais également sur ses outils. Un tel renouvellement pourrait consister, entre autres, en une modification des modes d'élaboration des codes de gouvernance. Le gouvernement d'entreprise ayant des effets bien au-delà des seuls actionnaires, il pourrait être envisagé d'impliquer d'autres parties prenantes dans l'élaboration de tels codes. La quête d'effectivité requiert également de mettre en place

³⁵² En ce sens, v. *supra* la contribution d'A. Ballot-Léna.

³⁵³ En ce sens, v. *supra* la contribution de T. Sachs

un organe de contrôle de la mise en œuvre des codes, par exemple une autorité administrative indépendante. Enfin, partant de l'idée selon laquelle la discipline de marché connaît des limites, il apparaît nécessaire de concevoir des instruments dont l'effectivité repose sur une logique alternative qui ne nécessite pas de comparer les performances des différents acteurs du marché. Il ne s'agit pas, comme le font les dispositifs de *reporting* dans le cadre de la RSE, de détourner la discipline de marché de son lit naturel, mais de la mettre à distance : une distance nécessaire pour parvenir à transformer le gouvernement d'entreprise et l'émanciper de son horizon actionarial court-termiste.

ANNEXES

Annexes

Annexe 1 – tableau comparatif des codes de gouvernance d’entreprise

TABLEAU COMPARATIF

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné ?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application / Degré d'impérativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait ?	Mécanismes juridiques de sanctions	Adaptation dans le temps (évolution du contenu)
EUROPE											
UK											
UK Corporate Governance Code (2016)	Cadbury Report, 1992	Tous les 2 ans	FRC - Financial Reporting Council (régulateur indépendant). Organisation à but non lucratif fondée par le gouvernement et les industriels.	A toutes les sociétés cotées (premium listing equity shares), immatriculées au Royaume-Uni ou non	La bonne gouvernance d'entreprise permet le succès des entreprises à long terme.	Governance and the Code; Comply or Explain ; The Main Principles of the Code ; Section A: Leadership ; Section B: Effectiveness ; Section C: Accountability ; Section D: Remuneration ; Section E: Relations with shareholders ; Schedule A: The design of performance-related remuneration for executive directors ; Schedule B: Disclosure of corporate governance arrangements.	<p>Indépendance des dirigeants: plusieurs critères, concernant l'indépendance des administrateurs. Le conseil d'administration doit identifier dans son rapport annuel les dirigeants non-exécutifs qu'il estime être indépendants. Plusieurs critères sont indiqués (B. 1. 1).</p> <p>Les rémunérations : concernant la règle <i>say on pay</i>: art. D.1.3 "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. Holding of share options could be relevant to the determination of a non- executive director's independence (as set out in provision B.1.1)."</p> <p>Art. D.2.4 "Shareholders should be invited specifically to approve all new long-term incentive schemes (as defined in the Listing Rules) and significant changes to existing schemes, save in the circumstances permitted by the Listing Rules."</p>	Le code inclut des "provisions" et des "principles". Les "principles" à la différence des provisions, sont obligatoires. Pour les "provisions": Principe comply or explain.	La FRC a produit un document annexe explicatif de la démarche "appliquer ou expliquer". What constitutes an explanation under 'comply or explain'? Février 2012	Oui, par une révision du code tous les 2 ans et par une grande souplesse laissée aux entreprises pour déroger à certaines règles, mais à condition toutefois, pour ces dernières, d'expliquer les raisons de cette dérogation et d'œuvrer pour l'intérêt de l'entreprise.	
POLOGNE											
Best practices for GPW listed companies (2016)	2002		GPW Corporate Governance Consultation Committee representing the interests of different groups of capital market participants. The	Aux sociétés cotées sur GPW (Warsaw stock exchange)	L'adoption d'un tel code améliorerait la compétitivité des sociétés l'adoptant et accroîtrait l'attractivité de la place financière polonaise.	Disclosure Policy, Investor Communications; Management Board, Supervisory Board; Internal Systems and Functions; General Meeting, Shareholder Relations; Conflict of Interest, Related Party Transactions; Remuneration	<p>Indépendance des dirigeants. Au moins deux membres du conseil d'administration doivent remplir les critères d'indépendance fixés à l'article II.Z.4.</p> <p>Rémunérations : A company should have a remuneration policy applicable at least to members of the company's governing bodies and key managers. The remuneration policy should in particular determine the form, structure, and method of determining the remuneration of members of the company's governing bodies and key managers. La méthode détaillée de la rémunération est ensuite détaillée.</p>	Principe Comply or explain	Non.	Oui, par une révision du code régulière	
ITALIE											
CORPORATE GOVERNANCE CODE (2015)	Testo Unico sulle disposizioni in materia di intermediazione, 1998	2006, 2010, 2014 et 2015.	Comitato per la corporate governance (comité fondé par des associations professionnelles d'entreprises et d'investisseurs ainsi que par Borsa italiana)	Aux sociétés cotées sur le FTSE-Mib Index	Non renseigné au sein même du code.	Aligné sur la recommandation UE n°208/2014. Plan: Main Principles and temporary regime; Article 1 – Role of the Board of Directors; Article 2 – Composition of the Board of Directors; Article 3 – Independent directors; Article 4 – Internal committees of the Board of Directors; Article 5 – Appointment of directors; Article 6 – Remuneration of directors; Article 7 – Internal control and risk management system; Article 8 – Statutory auditors; Article 9 – Relations with the shareholders; Article 10 – Two-tier and one-tier systems	<p>Indépendance des dirigeants: L'art. 3.C.1. The Board shall designate an independent director as lead independent director, in the following circumstances: (i) in the event that the chairman of the Board of Directors is the chief executive officer of the company; (ii) in the event that the office of chairman is held by the person controlling the issuer. Article 3.P.1. An adequate number of non-executive directors shall be independent, in the sense that they do not maintain, directly or indirectly or on behalf of third parties, nor have recently maintained any business relationships with the issuer or persons linked to the issuer, of such a significance as to influence their autonomous judgement. Art. 3.C.1 "The Board of Directors shall evaluate the independence of its nonexecutive</p>	Principe Comply or explain	Non.	Governance Committee (the "Committee") shall monitor the implementation of this Code by the issuers and the development of the related regulatory framework as well as ensure that the Code is in line with the relevant regulatory framework and best practices; for this	

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application / Degré d'imperativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait ?	Mécanismes juridiques de sanctions	Adaptation dans le temps (évolution du contenu)
FRANCE											
Code de gouvernement des sociétés cotées (2015)	Rapport Vienot, 1995	1999, 2002, 2007, 2008, 2010, 2013	AFEP/MEDEF (associations de professionnels).	Les présentes recommandations s'adressent aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. Il est également souhaitable et recommandé que les autres sociétés appliquent ces recommandations en tout ou partie en les adaptant à leurs spécificités. Elles ont, pour la plupart, été écrites par référence aux sociétés anonymes à conseil d'administration. Il convient donc que les sociétés anonymes à directoire et conseil de surveillance, ainsi que les sociétés en commandite par actions, procèdent aux adaptations nécessaires.	Il s'agit d'une initiative des entreprises elles-mêmes soucieuses de préciser certains principes de bon fonctionnement et de transparence propres à améliorer leur gestion et à répondre à la demande des investisseurs et du public.	1. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION : INSTANCE COLLEGALE 2. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION ET LE MARCHE 3. LA DISSOCIATION DES FONCTIONS DE PRESIDENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE DIRECTEUR GENERAL 4. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION ET LA STRATEGIE 5. LE CONSEIL D'ADMINISTRATION ET L'ASSEMBLEE GENERALE DES ACTIONNAIRES 6. LA COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION : LES PRINCIPES DIRECTEURS 7. LA REPRESENTATION DES SALARIES 8. LES ACTIONNAIRES MINORITAIRES 9. LES ADMINISTRATEURS INDEPENDANTS 10. L'EVALUATION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 11. LES SEANCES DU CONSEIL ET LES REUNIONS DES COMITES 12. L'ACCES A L'INFORMATION DES ADMINISTRATEURS 13. LA FORMATION DES ADMINISTRATEURS 14. LA DUREE DES FONCTIONS DES ADMINISTRATEURS 15. LES COMITES DU CONSEIL 16. LE COMITE D'AUDIT 17. LE COMITE EN CHARGE DE LA SELECTION OU DES NOMINATIONS 18. LE COMITE EN CHARGE DES REMUNERATIONS 19. LE NOMBRE DE MANDATS DES DIRIGEANTS MANDATAIRES SOCIAUX ET DES ADMINISTRATEURS	<u>Indépendance des administrateurs</u> : Un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement. Ainsi, par administrateur indépendant, il faut entendre, non pas seulement administrateur non-exécutif c'est-à-dire n'exerçant pas de fonctions de direction de la société ou de son groupe, mais encore dépourvu de liens d'intérêt particulier (actionnaire significatif, salarié, autre) avec ceux-ci. 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, la part des administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers. 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. <u>Rémunérations</u> : 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. Cette présentation est suivie d'un vote consultatif des actionnaires. Il est recommandé de présenter au vote des actionnaires une résolution pour le	Cet ensemble de recommandations, qui constitue le code Afep-Medef, peut être désigné par les sociétés cotées comme étant leur code de référence. <u>Création du Haut Comité de suivi de l'application du code</u> : afin de s'assurer de l'application effective de la règle fondamentale de gouvernement d'entreprise applicable ou expliquer, l'AFEP et le MEDEF constituent un Haut Comité de suivi de l'application du code de gouvernement d'entreprise des sociétés	Oui: il existe le guide d'application du code en question, édité lui aussi par l'AFEP MEDEF.	Mécanismes de sanction traditionnels du droit boursier sur l'information à fournir au marché pour les sociétés cotées.	
Code de gouvernement d'entreprise Midllexnext (2016)	Inspiré de l'ancien Code GOMEZ, Référentiel pour une gouvernance raisonnée des entreprises, IFGE, édition 2015, annexé au précédent: code de		MiddleNext (association professionnelle)	Cette révision a pour objectif de proposer un Code à toutes les entreprises qui le souhaiteront et le jugeront approprié. Il s'applique tout particulièrement aux sociétés cotées à actionnariat contrôlé, quelles que soient leurs tailles, et aux entreprises		3 Le pouvoir « souverain » 12 Le pouvoir « surveillance » 14 Le pouvoir « exécutif » 25 Tableaux des rémunérations 31 Tableau de composition	<u>Indépendance des administrateurs</u> Il est recommandé que le conseil comporte au moins deux administrateurs indépendants. Cinq critères permettent de présumer l'indépendance des membres du conseil, qui se caractérise par l'absence de relation financière, contractuelle, familiale, ou de tout autre lien significatif susceptible d'altérer	Comply or explain			

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné ?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application / Degré d'impérativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait ?	Mécanismes juridiques de sanctions	Adaptation dans le temps (évolution du contenu)
ALLEMAGNE											
German Corporate Governance Code (2015)	1998	Revu tous les ans et modifié si nécessaire.	Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (institué par le Ministère fédéral de la justice allemande).	Aux sociétés Allemandes cotées en bourse,	Le code a pour but de promouvoir la confiance des investisseurs nationaux et internationaux, des clients, des employés et du grand public dans la gestion et la supervision des entreprises allemandes cotées en bourse,	1 Foreword; 2 Shareholders and the General Meeting; 3 Cooperation between Management Board and Supervisory Board; 4 Management Board; 5 Supervisory Board; 6 Transparency; 7 Reporting and Audit of the Annual Financial Statements + Appendix	<u>Indépendance des dirigeants</u> : Concernant le management d'indépendance n'est pas définie. N'est mentionnée que la notion de conflit d'intérêt. En revanche, concernant le "supervisory board" la notion d'indépendance est définie négativement: "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." <u>Rémunérations</u> : The full Supervisory Board determines the respective total compensation of the individual Management Board members. If there is a body which deals with Management Board contracts, it submits its proposals to the full Supervisory Board. The full Supervisory Board resolves the Management Board compensation system and reviews it regularly.	Recommendations of the Code are marked in the text by use of the word "shall". Companies can deviate from them, but are then obliged to disclose this annually and to justify the deviations (comply or explain). Furthermore, the Code contains suggestions which can be deviated from without disclosure;	Non	Mécanismes de sanction traditionnels du droit boursier sur l'information à fournir au marché pour les sociétés cotées.	Oui, par une révision régulière des dispositions du code.
RUSSIE											
Russian corporate governance code (2014)	2001 (élaboré)-2002 (recommandé)		Gouvernement russe; Bourse de Moscou; Russian committee on property management; Russian ministry for economic development; un groupe d'expert oeuvrant à la création et au développement de la place financière moscovite. La Banque européenne pour la reconstruction et le développement ainsi que l'OCDE ont également pris part à la conception de ce code.	Destiné aux "joint stock companies" (sociétés par actions cotées).	Améliorer l'attractivité des entreprises russes aux yeux des investisseurs étrangers; développer des solutions aux problèmes habituellement rencontrés par les sociétés cotées; améliorer la situation des actionnaires; améliorer l'efficacité du management et de son contrôle;	Foreword; introduction; Part A: principles of corporate governance; shareholder rights and equality of conditions for shareholders exercising their rights; board of directors of the company; corporate secretary of the company; system of remuneration due to members of the board of directors, the executive bodies, and other key managers of the company; risk management and internal control system; disclosure of information about the company and its information policy; material corporate actions; Part B: recommendations on principles of corporate governance; shareholder rights and equality of conditions for shareholders exercising their rights; board of directors of the company; corporate secretary of the company; system of remuneration due to members of the board of directors, the executive bodies, and other key managers of the company; risk management and internal control system; disclosure of information about the company and its information policy; material corporate actions;	<u>Rémunérations</u> : The system of remuneration due to the executive bodies and other key managers of the company should provide that their remuneration is dependent on the company's performance results and their personal contributions to the achievement thereof. Remuneration due to the executive bodies and other key managers of the company should be set in such a way as to procure a reasonable and justified ratio between its fixed portion and its variable portion that is dependent on the company's performance results and employees' personal (individual) contributions to the achievement thereof. Companies whose shares are admitted to trading at organised markets are recommended to put in place a long-term incentive programme for the company's executive bodies and other key managers involving the company's shares (or options or other derivative financial instruments the underlying assets for which are the company's shares). The amount of severance pay (so-called "golden parachute") payable by the company in the event of early dismissal of an executive body or other key manager at the initiative of the company, provided that there have been no bad faith actions on the part of such person, should not exceed two times the fixed portion of his/her annual remuneration. <u>Indépendance des dirigeants</u> : 1/3 du conseil d'administration doit être composé d'administrateurs indépendants. An independent director should mean any person who has required professional skills and expertise and is sufficiently able to have his/her own position and make objective and bona fide judgments, free from the influence of the company's executive bodies, any individual group of its shareholders or other stakeholders. It should be noted that, under normal circumstances, a candidate (or an elected director) may not be deemed to be independent, if he/she is associated with the company, any of its substantial shareholders, material trading partners or competitors, or the	Comply or explain	Non		

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné ?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application / Degré d'impérativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait ?	Mécanismes juridiques de sanctions	Adaptation dans le temps (évolution du contenu)
Dutch corporate governance code. Principles of good corporate governance and best practice provisions (2009)	01/12/2003; 2008		Création du code en 2003 par le Corporate governance committee (Tabaksblat committee). Puis révision en 2008 par le Corporate Governance Code Monitoring Committee.	Aux sociétés immatriculées aux Pays- Bas et dont les actions ou les depositary receipt d'actions sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou un MTF (CA>500 millions d'euros).	La gouvernance d'entreprise est un facteur de succès à long terme de l'entreprise. Le bon entreprenariat inclut l'intégrité et la transparence des actions des dirigeants de l'entreprise. Cette réussite passe également par une bonne supervision de leurs actions, condition de la confiance des différentes parties prenantes.	Compliance with and enforcement of the code; the management board; the supervisory board; the shareholders and the general meeting of the shareholders; the audit of the financial reporting and the position of the internal audit function and the external auditor.	<p><u>Indépendance</u> : tous les membres du conseil d'administration, à l'exception d'un seul, doivent répondre aux critères d'indépendance posés par le code. Les administrateurs (ainsi que leur époux/épouse et leurs enfants) ne doivent pas (III.2.2) :</p> <ul style="list-style-type: none"> 1. Avoir été salarié ou membre du management board de la compagnie dans les cinq années précédentes. 2. Avoir eu une relation commerciale importante avec la société 3. Être membre d'un management board d'une autre compagnie quand un autre membre de cet organe est également membre du conseil d'administration de la société cible. 4. Détenir plus de 10% des actions de la société 5. Être dirigeant d'une société qui détendrait elle-même 10% de la société <p><u>Rémunération</u>: The supervisory board shall determine the remuneration of the individual members of the management board, on a proposal by the remuneration committee, within the scope of the remuneration policy adopted by the general meeting.</p> <p>The report of the supervisory board shall include the principal points of the remuneration report concerning the remuneration policy of the company. This shall describe transparently and in clear and understandable terms the remuneration policy that has been pursued and give an overview of the remuneration policy to be pursued. The full remuneration of the individual management board members, broken down into its various components, shall be presented in the remuneration report in clear and understandable terms.</p>	The 2003 Code was designated as a code of conduct within the meaning of Article 2:391, paragraph 5, of the Netherlands Civil Code by order in council of 30 December 2004. This means that since 1 January 2004 listed companies have been obliged to report on compliance with the Code in their annual report and to explain why any of the principles and best practice provisions intended for the management and supervisory boards are not applied.	Oui, via le document "previously given guidance" (Monitoring Commissie)	Un Corporate Governance Code Monitoring Committee rend un rapport annuel rendant compte de l'implantation effective du code.	

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné ?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application /Degré d'impérativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait ?	Mécanismes juridiques de sanctions	Adaptation dans le temps (évolution du contenu)
SUISSE											
Swiss code of best practices for corporate governance (2014)	2002	2007	Economiesuisse: Fédération des entreprises suisses	Aux sociétés suisses ouvertes au public	Offrir un cadre de référence aux entreprises suisses en matière de gouvernance et les rendre attrayantes aux yeux des investisseurs.	Le gouvernement d'entreprise comme principe directeur Le Code suisse de bonnes pratiques pour le gouvernement d'entreprise comme ligne de conduite et recommandation Les actionnaires Le conseil d'administration et la direction : Tâches du conseil d'administration Composition Indépendance Fonctionnement et présidence du conseil d'administration - Gestion des conflits d'intérêts et des connaissances d'intérêt - Présidence du conseil d'administration et de la direction - Gestion des risques, conformité aux règles (« compliance ») et système de contrôle interne - Comités du conseil d'administration - Cas particuliers La révision La publicité	Administrateurs indépendants: Le conseil d'administration est composé d'une majorité de membres indépendants. Sont considérés comme membres indépendants les membres non-exécutifs du conseil d'administration n'ayant jamais fait partie de la direction ou l'ayant quittée depuis trois ans au moins et n'entretenant aucune relation d'affaires avec la société ou des relations d'affaires relativement peu importantes. Rémunérations: Le comité de rémunérations ou le conseil d'administration pour l'approbation des principes régissant la rémunération des membres du conseil d'administration et de la direction. Le comité de rémunération est composé exclusivement de membres du conseil d'administration indépendants. Le système de rémunération est aménagé de manière à éviter l'octroi d'avantages matériellement non justifiés et les mauvaises incitations.	Le Code suisse énonce à l'intention des entreprises des recommandations en matière de gouvernement d'entreprise. Il va au-delà des exigences légales tout en garantissant aux entreprises la flexibilité organisationnelle. Cependant, les entreprises qui dérogent aux recommandations du Code suisse devront désormais expliquer de manière appropriée pourquoi elles ne s'y conforment pas (introduction du principe « comply or explain »).	Non	Non	
SUEDE											
Swedish corporate governance code (2015)		2009-2010	Swedish corporate governance board. The Board is one of the three bodies that constitute the Association for Generally Accepted Principles in the Securities Market, an association set up by a number of corporate sector organisations to provide a structure for the self-regulation of private sector companies on the Swedish securities market. The other bodies are the Swedish Securities Council and the Swedish Financial Reporting Board.	Aux sociétés suédoises cotées	The aim of the Swedish Corporate Governance Code, ("the Code"), is to improve confidence in Swedish listed companies by promoting positive development of corporate governance in these companies.	Forewords; the Swedish corporate governance model; rules for corporate governance.	Independence : No more than one elected member of the board may be a member of the executive management of the company or a subsidiary. The majority of the directors elected by the shareholders' meeting are to be independent of the company and its executive management. A director's independence is to be determined by a general assessment of all factors that may give cause to question the individual's independence and integrity with regard to the company or its executive management. Plusieurs éléments sont à prendre en compte (article 4.4). At least two of the members of the board who are independent of the company and its executive management are also to be independent in relation to the company's major shareholders. In order to determine a board member's independence and integrity, the extent of the member's direct and indirect relationships with major shareholders is to be taken into consideration. A member of the board who is employed by or is a board member of a company which is a major shareholder is not to be regarded as independent. Rémunération : The board is to establish a remuneration committee, whose main tasks are to : - prepare the board's decisions on issues concerning principles for remuneration, remunerations and other terms of employment for the executive management, - monitor and evaluate programmes for variable remuneration, both ongoing and those that have ended during the year, for the executive management, and - monitor and evaluate the application of the guidelines for remuneration of the board and executive management that the annual general meeting is legally obliged to establish 16, as well as the current remuneration structures and	However, this norm is not mandatory. Companies may deviate from individual rules, providing they report each deviation, describe their own solution and explain why. In this way, the actors in the market can form their own opinions on the solution the company has chosen.			

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application / Degré d'impérativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait?	Mécanismes juridiques de sanctions	Adaptation dans le temps (évolution du contenu)
AMERIQUE DU NORD USA (Federal + Delaware)											
Principles of corporate governance (2016)	1997	2002, 2005, 2010, 2012	Business Roundtable (association professionnelle)	Aux "american public corporations" (sociétés américaines cotées).	Améliorer la compétitivité, créer des emplois et générer à long terme une bonne croissance économique.	<p>Foreword and Introduction</p> <p>Guiding Principles of Corporate Governance</p> <ul style="list-style-type: none"> 1 Key Corporate Actors 1 Key Responsibilities of the Board of Directors and Management Board of Director; CEO and Management 2 Board 3 Structure Board Composition 11 Board Leadership 13 Board Committee Structure 2 Board Committees Audit Committee; Nominating/Corporate Governance Committee ; Compensation Committee 1 Board Operations 2 Senior Management Development and Succession Planning 2 Relationships with Shareholders and Other Stakeholders Shareholders and Investors ; Employees ; Communities, the Environment and Sustainability Government 	<p><u>Independence des dirigeants.</u></p> <p>Independence. Director independence is critical to effective corporate governance, and providing objective independent judgment that represents the interests of all shareholders is at the core of the board's oversight function. Accordingly, a substantial majority of the board's directors should be independent, according to applicable rules and regulations and as determined by the board.</p> <p>. Definition of "independence." An independent director should not have any relationships that may impair, or appear to impair, the director's ability to exercise independent judgment. Many boards have developed their own standards for assessing independence under stock market definitions, in addition to considering the views of institutional investors and other relevant groups.</p> <p>. Assessing independence. When evaluating a director's independence, the board should consider all relevant facts and circumstances, focusing on whether the director has any relationships, either direct or indirect, with the company, senior management or other directors that could affect actual or perceived independence. This includes relationships with other companies that have significant business relationships with the company or with not-for-profit organizations that receive substantial support from the company. While it has been suggested that long-standing board service may be perceived to affect director independence, long tenure, by itself, should not disqualify a director from being considered independent.</p> <p><u>Rémunération:</u> Compensation Committee -Authority. The compensation committee has many responsibilities relating to the company's overall compensation philosophy, structure, policies and programs. To assist it in performing its duties, the compensation committee must have the authority to obtain advice from independent compensation</p>	Par la volonté unilatérale de l'entreprise. Comply or explain	Oui, mais pas directement associée au code, car ayant un objet bien spécifique (guidelines for shareholder-director communication, par exemple).	V. Sarbanes-Oxley Act, et Dodd Franck Act.	Oui par une révision régulière.

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné ?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application / Degré d'impérativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait ?	Mécanismes juridiques de sanctions	Adaptation dans le temps (évolution du contenu)
CANADA											
2015 Best practices for proxy circular disclosure (2016)	2004		Canadian Coalition for Good Governance	Aux sociétés cotées.	Parce que le prospectus d'information est le premier moyen pour une société de faire état aux yeux des investisseurs de ses pratiques en matière de gouvernance, lesquelles concernent directement la stratégie et les objectifs de l'entreprise.	Introduction; Governance Gavel Award; Recommended tools for disclosure; Disclosure of governance practices; Disclosure of executive compensation; Disclosure by equity controlled corporations; Disclosure by dual class share companies.		Par la volonté unilatérale de l'entreprise.	Oui, mais pas directement associée au code. Il existe, publié par le même organisme les ouvrages: "building high performance board", et "executive compensation principles", notamment.		Oui par une actualisation régulière.
Amérique du Sud											
ARGENTINE BRESIL											
Code of best practice of corporate governance (2009)	1999	2001, 2004	Istituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)	A tout type d'organisation peu importe sa taille, sa nature juridique, ou son type de contrôle.	Préserver le succès de l'entreprise à long terme ainsi que sa valeur et son accès aux capitaux.	Foreword; Introduction; Concept and principles of corporate governance; 1. Ownership; 2. Board of directors; 3. Management; 4. Independent auditing; 5. Fiscal council; 6. conduct and conflict of interest.	Independence: The number of independent members at the Board shall depend on the level of maturity of the organization, its life cycle, and its characteristics. It is recommended that the majority of members be independent, hired through formal processes, and with a well-defined scope of work and qualifications. The independent Director is characterized by: Not being bound to the organization, except for non-relevant holdings; Not being a controlling shareholder, member of the controlling group, or another group with relevant holdings in the organization, spouse or relative up to the second degree of any of the aforementioned parties, or connected to organizations related to the controlling shareholder; Not being bound by a shareholders' agreement; Not having been an employee or officer of the organization (or its subsidiaries) for at least three years; Not being or having been, for less than three (3) years, a Director of a controlled organization ; Not be supplying, purchasing, or bidding, directly or indirectly, to provide services and/or products to the organization in a relevant scale to a Director or the organization; Not be a spouse or second degree relative of any Director or manager of the organization; Not getting compensation from the organization, except for Director fees. (Dividends from non-relevant holdings in the organization are excluded from this limitation); Not having been a partner, in the last three (3) years, of an audit firm which is auditing or has audited the organization in the same period; Not being a member of a non-profit organization that receives significant funds from the organization or its related parties; Staying independent with regard to the CEO; Not financially depending upon the organization's compensation. <u>Rémunération</u> : Compétence réservée au CA. The total Management compensation should be linked to results, with short and long-term goals.	Par la volonté unilatérale de l'entreprise. Aucun mécanisme de sanction n'est indiqué dans le code... pas même "copy or explain"...	Il existe des "guideline letters" publiées par l'IBGC, mais elles ne sont pas directement liées au code, car elles ont un objet plus vaste.		Oui, par une révision régulière du code.
MEXIQUE											
Codigo de mejores practicas corporativas (2015)	1999		Consejo Coordinador Empresarial - Comité de mejores practicas corporativas	A tous les types de sociétés, publiques comme privées. Il convient toutefois de souligner que les sociétés cotées et les sociétés financières doivent observer des règles en matière de gouvernance qui leurs sont propres et qui sont très strictes en la matière.	Améliorer la compétitivité et le succès à long terme des entreprises.	[Traduction] Chapitre 1: introduction; Chapitre 2: gouvernement d'entreprise; Chapitre 3: l'assemblée des actionnaires; Chapitre 4: le conseil d'administration; Chapitre 5: la fonction d'auditeur; Chapitre 6: l'évaluation et la rémunération; Chapitre 7: finance et planification.		Par la volonté unilatérale de l'entreprise. Aucun mécanisme de sanction n'est indiqué dans le code... pas même "copy or explain"...	Non.		Oui.

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné ?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application / Degré d'impérativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait ?	Mécanismes juridiques de sanctions	Adaptation dans le temps (évolution du contenu)
ASIE											
JAPON											
Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal] (2015)	1997		The Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code (organisme gouvernemental)	Aux sociétés japonaises cotées en bourse,	Développement et succès des entreprises, des investisseurs et de l'économie japonaise,	Section 1: Securing the Rights and Equal Treatment of Shareholders; Section 2: Appropriate Cooperation with Stakeholders Other Than Shareholders; Section 3: Ensuring Appropriate Information Disclosure and Transparency; Section 4: Responsibilities of the Board; Section 5: Dialogue with Shareholders	Indépendance des dirigeants: Principe 4.6: "In order to ensure effective, independent and objective oversight of the management by the board, companies should consider utilizing directors who are neither involved in business execution nor have close ties with the management." Principe 4.9: "Boards should establish and disclose independence standards aimed at securing effective independence of independent directors, taking into consideration the independence criteria set by securities exchanges. The board should endeavor to select independent director candidates who are expected to contribute to frank, active and constructive discussions at board meetings."	Par la volonté unilatérale de l'entreprise (autodiscipline et automotivation), Comply or explain,	Non.	Mécanismes de sanction traditionnels du droit boursier japonais.	Mise à jour périodique envisagée
COREE DU SUD											
Code of best practices of corporate governance (2003).	1999		Committee on corporate governance	Aux sociétés cotées, mais recommandé également, dans la mesure du possible, aux sociétés non cotées.	Améliorer la gouvernance et la compétitivité des entreprises en améliorant la transparence et l'efficacité.	Preamble; 1. Shareholders; 2. Board of directors; 3. Audit systems; 4. Stakeholders; 5. Monitoring management by the market. Recommendations to the government and relevant organization.	Remuneration, independence: the board should include outside directors who are in a position to carry out their responsibilities independently from the management, controlling shareholders and the corporation. The number of outside directors should be a minimum of two, so that the Board is able to maintain practical independence. Particularly, in the case of large listed corporations, it is recommended that half of its directors be composed of outside directors (minimum of three outside directors). However, a large listed controlled company of which more than 50% of the voting power is held by an individual, a group or another company (refers to a company of which more than 50% of voting power is held by individuals or a group), does not need to have a majority of its board composed of outside directors. An outside director should not have material relationship with the concerned corporation. A person with material relationship refers to a person who is under a contractual agreement and/or is doing business with the concerned companies, including a controlling shareholder and related parties of the concerned company. Examples of material relationships that present difficulties in appointing an individual as an outside director are: A former officer or staff of the concerned corporation who has retired from or left the corporation less than 5 years ago; A former or current employee and associate of an external audit company or its affiliates, who has audited or performed the work relating to auditing of the concerned corporation within the past 5 years; An employee or officer of a company to which an employee or officer of the concerned corporation serves as an outside director; and Related parties of the persons specified above. Remuneration: the compensation committee must be comprised entirely of outside directors. One of the requirements that is essential for the compensation committee in making an impartial evaluation of the management and setting an	L'adoption semble volontaire de la part des entreprises.	Non renseigné.		Oui par une révision régulière...
TAIWAN											
Corporate governance best practice principles for TWSE/GTSM listed companies (2014)			Taiwan Stock Exchange Corporation (TWSE) et GréTai Securities Market (GTSM)	Aux sociétés cotées sur TWSE et GTSM	Non renseigné.	Chapter 1. General principles; Chapter 2: Protection of shareholders' rights and interests; Chapter 3: Enhancing the function of board of directors; Chapter 4: Empowering the supervisors; Chapter 5: Respecting shareholders' rights, Chapter 6: Improving information transparency; Chapter 7: supplementary provisions.	Remuneration: A TWSE/GTSM listed company shall establish a remuneration committee. The professional qualifications for the committee members, the exercise of their powers of office, the adoption of the organizational charter, and related matters shall be handled pursuant to the Regulations Governing the Appointment and Exercise of Powers by the Remuneration Committee of a Company Whose Stock is Listed on the Stock Exchange or Traded Over the Counter. The remuneration committee shall exercise the care of a good administrator in faithfully performing the official powers listed below, and shall submit its recommendations for deliberation by the board of directors. However, recommendations regarding remuneration for supervisors may be submitted for deliberation by the board of directors only when the board of directors is expressly authorized to handle supervisor remuneration by the company's articles of incorporation or by a resolution of the shareholders meeting: 1. Prescribing and periodically reviewing the policies, systems, standards, and structures for performance evaluation and remuneration for directors, supervisors and managerial officers. 2. Periodically evaluating and prescribing the remuneration of directors, supervisors, and managerial officers. When performing the official powers of the preceding paragraph, the remuneration committee shall follow the principles listed below: 1. With respect to the performance assessments and remuneration of directors, supervisors and managerial personnel of the company, it shall refer to the typical pay levels adopted by peer companies, and take into consideration the reasonableness of the correlation between remuneration and individual performance, the company's business performance, and future risk exposure.	L'adoption semble obligatoire par les sociétés concernées.	Non.		Par amendement successif par les entreprises de marché.

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné ?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application / Degré d'impérativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait ?	Mécanismes juridiques de sanctions	Adaptation dans le temps (évolution du contenu)
INDONESIE											
Indonesia's code of corporate governance (2006)			National Committee on Governance	A toutes les sociétés opérant en Indonésie, y compris celles appliquant la Sharia (publiques, privées, cotées, non cotées...)	Accroître la transparence et le succès à long terme de l'entreprise.	Preamble; Part 1: ensuring the basis for an effective corporate governance framework in Indonesia; Part 2: good corporate governance general principles; Part 3: business ethics and code of conduct; Part 4: organs of the company; Part 5: Rights and role of shareholders; Part 6: the rights and role of other shareholders; Part 7: implementation statement of the code; Part 8: general guidelines of geg implementation.	<p>Remuneration: Nomination and Remuneration Committee</p> <p>1. The Nomination and Remuneration Committee shall function to assist the Board of Commissioners in determining the selection criteria for candidates of the member of the Board of Commissioners and the Board of Directors as well as the remuneration system;</p> <p>2. The Nomination and Remuneration Committee shall function to assist the Board of Commissioners in preparing for the candidates of the members of the Board of Commissioners and the Board of Directors and proposing the amount of their remuneration. The Board of Commissioners may propose the candidates and their remuneration for approval by General Meeting of Shareholders in accordance with the articles of association;</p> <p>3. For publicly listed companies, state-owned enterprises, provincial region owned companies, companies that raise and manage public funds, companies of which products or services are widely used by public, and companies with extensive influence on environment, the Nomination and Remuneration Committee is chaired by an Independent Commissioner, whilst the other members may consist of a Commissioner and or professionals from outside of the company;</p> <p>4. The existence of the Nomination and Remuneration Committee and its work system shall be reported to the General Meeting of Shareholders. Independence: The Board of Commissioners as an organ of the company shall function and be responsible collectively for overseeing and providing advices to the Board of Directors and ensuring that the Company implements the GCG. However, the Board of Commissioners is prohibited from participating in making any operational decision. Each of the members of the Board of Commissioners, including the Chairman, has equal position. The duty of the Chairman of the Board of Commissioners as</p>	Par la volonté unilatérale de l'entreprise. (Ethic-based approach) Comply or explain.	Oui directement intégrée au code (Part 8).		Oui.
MALAISIE											
Malaysian Code of Corporate Governance (2012)	2000		The Securities Commission Malaysia	Aux sociétés cotées et non cotées.	Renforcer ledéveloppement éthique et durable de l'entreprise	Foreword; Corporate Governance in Malaysia; Corporate Governance Principles and Recommendations; Principle 1: Establish clear roles and responsibilities; Principle 2: Strengthen composition; Principle 3: Reinforce independence; Principle 4: Foster commitment; Principle 5: Uphold integrity in financial reporting; Principle 6: Recognise and manage risks; Principle 7: Ensure timely and high quality disclosure; Principle 8: Strengthen relationship between company and shareholders	<p>Independence: the board must comprise a majority of independent directors where the chairman of the board is not an independent director. the board should undertake an assessment of its independent directors annually. the nominating Committee should develop the criteria to assess independence. the board should apply these criteria upon admission, annually and when any new interest or relationship develops. the tenure of an independent director should not exceed a cumulative term of nine years. Upon completion of the nine years, an independent director may continue to serve on the board subject to the director's re-designation as a non-independent director. Rémunération: the board should establish formal and transparent remuneration policies and procedures to attract and retain directors. Fair remuneration is critical to attract, retain and motivate directors. the remuneration package should be aligned with the business strategy and long-term objectives of the company. remuneration of the board should reflect the board's responsibilities, expertise and complexity of the company's activities. The board should establish a remuneration Committee to perform this function. the remuneration Committee should consist exclusively or a majority of, non-executive directors, drawing advice from experts, if necessary. Companies without a remuneration Committee should have board policies and procedures on matters that would otherwise be dealt with by the remuneration Committee. board remuneration policies and procedures should be disclosed in the annual report.</p>	Par la volonté unilatérale de l'entreprise. Comply or explain.	Non.		Oui.
SINGAPOUR											
Code of coporate governance (2012)	2001	2005	Monetary Authority Singapore	Non renseigné.	Non renseigné.	Board Matters; The board's conduct of flairs; Board composition and guidance; Chairman and chief executive officer; Board membership; Board performance; Access to information; Remuneration matters; procedures for developing remuneration policies; Level and mix of remuneration; Disclosure on remuneration; Accountability and audit; Accountability; Risk management and internal controls; Audit committee; Internal audit; Shareholders rights and responsibilities; Shareholder rights; Communication with shareholders; Conduct of shareholder meetings; Glossary.	<p>Rémunération: The Board should establish a Remuneration Committee ("RC") with written terms of reference which clearly set out its authority and duties. The RC should comprise at least three directors, the majority of whom, including the RC Chairman, should be independent. All of the members of the RC should be non-executive directors. This is to minimise the risk of any potential conflict of interest. The Board should disclose in the company's Annual Report the names of the members of the RC and the key terms of reference of the RC, explaining its role and the authority delegated to it by the Board. The level and structure of remuneration should be aligned with the long-term interest and risk policies of the company, and should be appropriate to attract, retain and motivate (a) the directors to provide good stewardship of the company, and (b) key management personnel to successfully manage the company. However, companies should avoid paying more than is necessary for this purpose. Independence: There should be a strong and independent element on the Board, with independent directors making up at least one-third of the Board. 2.2 The independent directors should make up at least half of the Board where:</p> <p>1) the Chairman of the Board (the "Chairman") and the chief executive officer (or equivalent) (the "CEO") is the same person;</p> <p>2) the Chairman and the CEO are immediate family members; (c) the Chairman is part of the management team; or</p> <p>(d) the Chairman is not an independent director</p>	Non renseigné. Mais à la lecture les dispositions ne semblent pas impérative ("should"...)	Non renseigné.		Non renseigné...

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné ?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application / Degré d'impérativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait ?	Mécanismes juridiques de sanctions	Adaptation dans le temps (évolution du contenu)
CHINE											
HONG KONG											
Appendix 14 CORPORATE GOVERNANCE CODE AND CORPORATE GOVERNANCE REPORT (2012)		Non renseigné.	Stock Exchange of Hong Kong (SEHK)	Aux sociétés hongkongaises cotées en bourse,	Non renseigné,	A. DIRECTORS; B. REMUNERATION OF DIRECTORS AND SENIOR MANAGEMENT AND BOARD EVALUATION; C. ACCOUNTABILITY AND AUDIT; D. DELEGATION BY THE BOARD; E. COMMUNICATION WITH SHAREHOLDERS; F. COMPANY SECRETARY suivi de CORPORATE GOVERNANCE REPORT; MANDATORY DISCLOSURE REQUIREMENTS et RECOMMENDED DISCLOSURES	Rémunération: An issuer should disclose its directors' remuneration policy and other remuneration related matters. The procedure for setting policy on executive directors' remuneration and all directors' remuneration packages should be formal and transparent. Remuneration levels should be sufficient to attract and retain directors to run the company successfully without paying more than necessary. No director should be involved in deciding his own remuneration. Indépendance: The board should have a balance of skills, experience and diversity of perspectives appropriate to the requirements of the issuer's business. It should ensure that changes to its composition can	En fonction de la stratégie de l'entreprise (qui doit ensuite se justifier dans un bilan/rapport), Règle <i>comply or explain</i> à suivre au risque d'être accusé d'enfreindre les règles de marché.	Non.	Règle <i>comply or explain</i> à suivre au risque d'être accusé d'enfreindre les règles de marché.	Non renseigné.
MOYEN ORIENT											
QATAR											
Coporate governance code for companies listed in markets regulated by the Qatar Financial Markets Authority (2009)			Qatar Financial Markets Authority	Aux sociétés par actions cotées sur un marchés soumis à la supervision et à la régulation du Qatar Financial Markets Authority.	Améliorer la gouvernance des entreprises est un pré-requis indispensable pour améliorer leur performance et leur intégrité.	Section 1: preamble, definitions and scope; Section 2: compliance with corporate governance; Section 3: the board of directors; Section 4: internal controls; Section 5: external auditor; Section 6: disclosure; Section 7: shareholders rights; Section 8: stakeholders rights; Section 9: corporate governance report; Section 10: code enforcement. Annex 1: guiding criteria for board members nomination; Annex 2: board charter model.	Rémunération: The Board of Directors shall establish a Remuneration Committee comprised of at least three Non-Executive Board Members the majority of whom must be Independent. The Remuneration Committee's main role shall include setting the remuneration policy of the Company including remuneration of the Chairman and all Board Members as well as Senior Executive Management. Remuneration shall take into account the responsibilities and scope of the functions of the Board Members and members of Senior Executive Management as well as the performance of the Company. Compensation may include fixed and performance-related components, noting that such performance related components should be based on the long-term performance of the Company. Indépendance: At least one third of the Board Members shall be Independent Board Members and a majority of the Board Members shall be Non-Executive Board Members. The Independent Board Member is the Member who is not under the influence of any factor that may limit his/her capacity to consider, discuss and decide on the Company's matters in an unbiased and objective manner (on the basis of facts only). By way of illustration and without prejudice to generality, a Board Member shall be considered non-independent in any of the following situations : 1- If he or she is currently, or has been during the last three years: a- An employee of the Company; and this includes senior executive management; or b- An employee or Board Member or owner or partner or a large shareholder of a consultant to the Company (and the consultant shall include the external auditor of the Company); or c- An employee of a legal entity where a senior executive manager of the company or anyone of his relatives or any other person who is under the control of either of them; is a member of the board of directors, or a senior executive manager, or a large shareholder of that legal entity.	This Code is based on the principle of <i>comply, or explain</i> the reasons for non-compliance.	Non.	Comply or explain, sous la supervision du Qatar Financial Markets Authority, autorité qui peut vérifier/contrôler la bonne application du code en menant des enquêtes, en procédant à des vérifications. Cette autorité peut également mettre des amendes aux contrevenants.	Prévüe.

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné ?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application / Degré d'impérativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait ?	Mécanismes juridiques de sanctions	A adaptation dans le temps (évolution du contenu)
LIBAN											
The Lebanese code of corporate governance (2006)			Lebanese Transparency Association (LTA) avec le soutien du Center for International Private Enterprise (CIPE). The Lebanese Transparency Association is a preeminent anti-corruption organization in the Middle East. It is an independent, non-partisan non-governmental organization and pressure group focused on curbing corruption and working towards reform initiatives in Lebanon, and is the Lebanese country affiliate of Transparency International.	Aux sociétés cotées libanaises innovantes d'une centaine de personnes (PME), de forme sociale "SAL" (société par actions: joint stock company)	Améliorer la gouvernance d'entreprise, la performance et la compétitivité des entreprises.	Introduction; Shareholder's rights and obligations; Board of directors: structures, responsibilities, and prerogatives; auditing and related aspects of corporate transparency; Appendix A, B, C, D, E, F, G, H.	<u>Rémunération:</u> A Compensation Committee may be formed whose mission shall be the recommendation of remuneration packages and agreements of board members and management. The recommendation of the Compensation Committee shall be submitted to the Board for submission to and approval by the shareholders' general assembly. The compensation committee shall be elected by the ordinary General Assembly every two years and shall consist of at least [1/3] of Shareholders with less than [10]% ownership in the Company who are nominated by the Board and elected to that committee by a vote of all Shareholders owning individually less than [10]% of the Company's share capital at the time of the General Assembly. It is recommended that the compensation committee include a maximum of one executive board member if any, noting that executive board members may not in any event constitute more than 30% of the Compensation committee members and may not vote on their own remuneration. Compensation committee salary decisions are effective only upon the approval of [the majority] of the committee members. <u>Indépendance:</u> L'indépendance n'est pas évoquée.	Par la volonté unilatérale de l'entreprise. Ce code se propose néanmoins d'être adopté directement dans les statuts (by-laws) des sociétés, notamment pour tout ce qui concerne le "board of directors".	Non.	Celui qui découlerait d'une violation des statuts tel que prévu par le droit libanais.	Volonté de la part des rédacteurs de ce code de discuter avec les destinataires du code afin d'adapter son contenu.
Lignes directrices relatives à la gouvernance d'entreprise pour les sociétés cotées à la bourse (2010)			Lebanese Transparency Association (LTA) et le groupe de travail sur la gouvernance d'entreprise au Liban (LCGITF). The Lebanese Transparency Association is a preeminent anti-corruption organization in the Middle East. It is an independent, non-partisan non-governmental organization and pressure group focused on curbing corruption and working towards reform initiatives in Lebanon, and is the Lebanese country affiliate of Transparency International.	Ces Lignes directrices sont des principes directeurs pour les sociétés cotées à la Bourse de Beyrouth. Cependant, chaque société est appelée à adapter et à sélectionner ceux parmi les principes qui conviennent le mieux à sa structure et à son modèle d'affaires.	Nécessité d'une plus grande transparence pour les sociétés cotées pour éviter que ne se reproduisent les scandales financiers passés liés à une mauvaise gouvernance. Nécessité pour les sociétés cotées de se doter de systèmes de gouvernance sains.	Avant propos; Partie 1: dispositions préliminaires; Partie 2: droits des actionnaires; Partie 3: conseil d'administration; Partie 4: transparence et divulgation de l'information; Partie 5: mécanismes de contrôle et d'audit; Annexe 1: protection des actionnaires minoritaires; Annexe 2: les devoirs de loyauté et de diligence; Annexe 3: le code de gouvernance d'entreprise; Annexe 4: le code de conduite; Annexe 5: définition de l'indépendance; Annexe 6: comités spécialisés du conseil.	<u>Indépendance:</u> Les membres du Conseil doivent pour la plupart être des membres non-exécutifs indépendants ne détenant aucun poste de direction dans la Société. Le nombre des membres indépendants du Conseil d'administration ne doit pas être inférieur à 2 ou doit constituer un tiers des membres, soit le nombre le plus grand. Définition de l'indépendance: Un administrateur est considéré indépendant quand il n'entretient avec la Société, son Groupe ou administration aucun lien de quelque nature qu'il soit et qui serait de nature à affecter son jugement. L'indépendance exige donc des conditions cumulatives. Ainsi, un administrateur peut être considéré indépendant s'il: • n'est pas membre du conseil exécutif ou d'administration des sociétés associées (filiales, etc.) et n'a pas occupé de tel poste pendant l'année écoulée; • n'entretient aucun lien de parenté avec les dirigeants lequel pourrait l'empêcher de formuler un jugement indépendant; • n'est pas membre du management exécutif ou du Conseil d'un des actionnaires dominants et n'entretient pas de relations d'affaires, financières ou autres avec ce dernier; • n'est pas fournisseur de biens ou de services de nature à compromettre l'exercice d'un jugement indépendant et n'est pas non plus membre de l'entreprise dont le conseiller ou le consultant de la Société fait partie; • n'a aucun autre lien avec la société qui, de l'avis du Conseil, est de nature à compromettre l'exercice de son jugement; une telle influence n'est pas censée provenir de la rémunération qu'il reçoit ou de sa participation limitée aux actions de la société. Chaque administrateur doit, à sa nomination, faire une déclaration d'indépendance écrite publique et privée. Cette déclaration doit être revue annuellement par le comité de gouvernance d'entreprise et de nomination,	Par la volonté unilatérale de l'entreprise.	Non.	Aucun... ce document ne semble être qu'une simple proposition.	Volonté de la part des rédacteurs de ce code de discuter avec les destinataires du code afin d'adapter son contenu.

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application / Degré d'impérativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait?	Mécanismes juridiques de sanctions	Adaptation dans le temps (évolution du contenu)
INDE Corporate governance voluntary guidelines (2009)		En théorie tous les ans	Ministry of Corporate Affairs (Gouvernement Indien)	Aux entreprises de façon générale (aucune distinction n'apparaît, si ce n'est sur la structure même de la société - board of directors, notamment)	Une bonne gouvernance de l'entreprise favorise la création de valeur et la stabilité de l'entreprise à long terme.	Foreword; Preface; Preamble; Guidelines; 1. Board of directors; 2. Responsibilities of the board; 3. Audit committee of board; 4. Auditors; 5. secretarial audit; 6. Institution of mechanism for whistle blowing	<p>Independent director: The Board should put in place a policy for specifying positive attributes of Independent Directors such as integrity, experience and expertise, foresight, managerial qualities and ability to read and understand financial statements. Disclosure about such policy should be made by the Board in its report to the shareholders. Such a policy may be subject to approval by shareholders.</p> <p>All Independent Directors should provide a detailed Certificate of Independence at the time of their appointment, and thereafter annually. This certificate should be placed by the company on its website, if any, and in case the company is a listed company, also on the website of the stock exchange where the securities of the company are listed.</p> <p>Rémunération: Companies should have Remuneration Committee of the Board. This Committee should comprise of at least three members, majority of whom should be non executive directors with at least one being an Independent Director. This Committee should have responsibility for determining the remuneration for all executive directors and the executive chairman, including any compensation payments, such as retirement benefits or stock options. It should be ensured that no director is involved in deciding his or her own remuneration. This Committee should also determine principles, criteria and the basis of remuneration policy of the company which should be disclosed to shareholders and their comments, if any, considered suitably. Whenever, there is any deviation from such policy, the justification/reasons should also be indicated/disclosed adequately. This Committee should also recommend and monitor the level and structure of pay for senior management, i.e. one level below the Board. This Committee should make available its terms of reference, its role, the authority delegated to it by the Board, and what it has done for the year under review to the shareholders in the Annual Report.</p>	While it is expected that more and more corporates should make sincere efforts to consider adoption of the guidelines, there may be genuine reasons for some companies in not being able to do so completely. Insuchacasesitsexpected that such companies should inform their shareholders about the reasons for not adopting these guidelines either fully or partially.	Non. Mais il existe un document intitulé "Guiding principles of corporate governance" (2012), de nature institutionnelle mais dont la valeur n'est pas claire (simple pré-rapport ? Rapport ? Ligne directrice ? Code ?)		En théorie il est indiqué dans le code qu'une réadaptation du contenu pourrait avoir lieu tous les ans. En pratique: aucun document de disponible sur le sujet après 2012.
AFRIQUE MAROC		2008	Commission Nationale "Gouvernance d'Entreprise" présidée par la CGEM (Confédération Générale des Entreprises du Maroc) et le Ministère des Affaires Economiques et Générales.	A toutes les entreprises. (NB: est également envisagé la création de codes spécifiques aux PME, aux établissements de crédit ainsi qu'aux filiales publiques et aux sociétés mixtes).	Favoriser la compétitivité des entreprises marocaines, contribuer à l'amélioration de la croissance et de l'emploi, contribuer au développement d'un marché des capitaux efficients, et mieux sécuriser les intérêts des investisseurs et des créanciers.	Avant-propos; préambule; principes généraux de bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise; 1. les responsabilités de l'organe de gouvernance; 2. les droits des actionnaires et associés et leur traitement équitable; 3. la transparence et la diffusion de l'information financière; 4. le rôle des parties prenantes et leur traitement équitable; glossaire; charte du membre de l'organe de gouvernance; tableau des abréviations; composition de la commission nationale; table des matières.	<p>Rémunération des dirigeants: Mise en place d'un comité de rémunération et de nomination qui aide l'organe de gouvernance à : Mettre en place avec clairvoyance une politique de rémunération à la fois juste et incitative des membres de l'organe de gouvernance et des autres dirigeants ; Clarifier la rémunération des membres de l'organe de gouvernance ; S'assurer de l'adéquation de la qualité des équipes dirigeantes et de l'organe de gouvernance à la stratégie de l'entreprise. S'agissant en particulier de la politique de rémunération des mandataires sociaux, celle-ci a valeur d'exemplarité et le comité veillera au respect des principes suivants : Equilibre entre rémunération et performance, entre l'intérêt des dirigeants et celui des actionnaires, des associés et de l'entreprise ; Exhaustivité, permanence et simplicité ; Cohérence avec la politique de rémunérations de l'entreprise et avec les pratiques du marché ; Justification et équité à l'égard des actionnaires, des associés et de l'entreprise.</p> <p>Indépendance: Un membre indépendant n'a aucun lien d'intérêt avec la société (mis à part son poste d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance). Il est seulement recommandé que le Comité d'Audit soit constitué d'une majorité de membres non-exécutifs ou externes disposant de l'objectivité et de la liberté de jugement nécessaires à un exercice sain et serein de leur mission.</p>	Il semble obligatoire: "chaque entreprise aura à se positionner par rapport au Code[...] et à expliquer dans quelle mesure elle en applique les recommandations". Comply or explain (directement inspiré des principes de l'OCDE).	Non.		Une révision périodique est prévue.

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné ?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application / Degré d'impérativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait ?	Mécanismes juridiques de sanctions	Adaptation dans le temps (évolution du contenu)
ALGERIE											
Code algérien de gouvernance des entreprises (2009)		2009	GOAL 08 (Gouvernance Algérie 2008)	Ce Code s'adresse de manière très particulière : - à la grande masse des PME privées. Celles-ci sont en quête de pérennité et ambitionnent de s'imposer comme base d'une économie de marché moderne et performante, et moteur du développement national ; - aux entreprises cotées en bourse, ou se préparant à l'être.	Les enjeux de la gouvernance d'entreprises sont stratégiques pour les entreprises algériennes. De même une bonne gouvernance procure stabilité, rigueur, transparence et bonne image pour l'entreprise.	Première partie : de la nécessité d'un code de gouvernance d'entreprise en Algérie 1 Le contexte algérien 2 Les entreprises concernées 3 La PME privée comme cible prioritaire 4 Les problèmes de la gouvernance d'entreprise en Algérie Deuxième partie : principaux standards de gouvernance d'entreprise 1 Les parties prenantes internes et leurs relations réciproques 1.1 L'assemblée générale des actionnaires 1.2 Le conseil d'administration 1.3 La direction 2 Les relations de l'entreprise avec les parties prenantes externes 2.1 Les pouvoirs publics comme partenaires 2.2 Les banques et autres institutions financières : confiance et transparence 2.3 Les fournisseurs : pour une collaboration durable 2.4 Les clients : les vrais patrons de l'entreprise 2.5 Les employés : les premiers clients de l'entreprise 2.6 Les concurrents : éthique et déontologie 3 Qualité et diffusion de l'information 3.1 Obligations réglementaires et démarche volontaire 3.2 Information financière : communiquer en temps utiles des informations complètes et fiables 4 La transmission de l'entreprise	<u>Rémunération des dirigeants</u> : Le conseil d'administration chargé de fixer les rémunérations des dirigeants doit "aligner ces rémunérations sur les intérêts à long terme de l'entreprise et de ses actionnaires." La rémunération des membres de la Direction est négociée et contractualisée avec le Conseil d'Administration, éventuellement sur la base d'une proposition préparée par un comité de rémunération institué à cet effet. Le Conseil d'Administration peut se faire assister, le cas échéant, dans ces tâches d'évaluation, par un comité issu de ses membres ou par le recours à une expertise externe. <u>Indépendance des administrateurs</u> : Les administrateurs externes sont des membres du Conseil d'Administration qui n'appartiennent ni à l'équipe exécutive ni à l'actionariat. En général, ils peuvent être considérés comme indépendants, à moins que leur relation avec l'équipe exécutive ou avec les actionnaires permette d'en douter.	Par la volonté unilatérale de l'entreprise. Une entreprise peut simplement s'inspirer de la "philosophie générale" du code... aucun impératif d'explication n'est mentionné dans le code.	Non mais la création d'un dispositif d'accompagnement est mentionné dans le code. L'Institut algérien de la gouvernance d'entreprise (nom de l'organisme envisagé dans le code) piloterait ce dispositif.	Une entreprise peut simplement s'inspirer de la "philosophie générale" du code... aucun impératif d'explication n'est mentionné dans le code.	
TUNISIE											
Guide de bonnes pratiques de gouvernance des entreprises tunisiennes (2012)	Loi sur la sécurité des transactions financières en Tunisie, 2005	2008, 2012	Centre tunisien de Gouvernance d'Entreprise (CTGE) qui relève de l'Institut Arabe des chefs d'entreprise (IACE). L'IACE se définit comme un "Think thank" réunissant des chefs d'entreprise et dont la mission consiste à répondre aux besoins des chefs d'entreprise. La CTGE est une émanation de l'IACE dont la mission consiste à "encourager et permettre aux chefs d'entreprises, aux administrateurs et aux hauts cadres des entreprises publiques et privées tunisiennes d'apporter une	Toutes les entreprises peuvent adhérer au guide et mettre en œuvre les bonnes pratiques de gouvernance qu'il recommande. Les entreprises faisant appel public à l'épargne, les entreprises étatiques, les entreprises bénéficiant de l'aide de l'Etat ou dans lesquelles l'Etat a une participation ou un rôle significatifs, les entreprises accédant à des marchés publics importants, les entreprises financières (banques, compagnies d'assurances, mutuelles d'assurances, entreprises de leasing, etc.), les sociétés liées à l'énergie ou aux matières premières et les grandes sociétés industrielles ou de services se doivent d'être exemplaires, prescripteurs et précurseurs en matière de bonne gouvernance d'entreprise.	Le Guide vise à rendre le système tunisien de gouvernance d'entreprise plus transparent et plus intelligible. Son objectif est de promouvoir la confiance des investisseurs nationaux et internationaux, des clients, des salariés et du public dans la gestion et le contrôle des entreprises tunisiennes.	Préambule; 1. droit des actionnaires; 2. structure et responsabilité du conseil d'administration; 3. nécessité d'un audit interne; 4. transparence et rôle d'un commissaire aux comptes; 5. les privilèges des managers; 6. les relations avec les parties prenantes; 7. Pratiques de bonne gouvernance au sein des entreprises familiales; Annexe 1. rôle des managers; Annexe 2: éthique et conduite des affaires; Annexe 3: gouvernance des SARL.	<u>Indépendance des dirigeants</u> : Il est recommandé qu'au moins certains des membres du conseil d'administration soient indépendants. Un administrateur indépendant est une personne libre de toute relation directe ou indirecte avec l'entreprise, les entreprises de son groupe ou de sa direction. Cette indépendance est de nature à garantir sa liberté de jugement dans l'exercice de son mandat. L'administrateur indépendant veille à l'intérêt social de l'entreprise sans privilégier l'intérêt d'une catégorie particulière d'actionnaires par rapport à une autre et sans négliger les intérêts des autres parties prenantes. <u>Rémunérations</u> : Pas d'indication non plus sur le principe "say on pay". privileges et les rémunérations des managers devraient être fixés et contrôlés en respectant les principes de bonne gouvernance. Pour ce faire, chaque entreprise devrait : - Déterminer le montant et la structure de la rémunération des managers de façon à pouvoir recruter, retenir et motiver les plus qualifiés, les plus expérimentés et les plus performants. - Déterminer la rémunération de chaque manager en fonction des éléments suivants qui seront appréciés par le conseil d'administration ou, le cas échéant, par le comité des rémunérations: - Le niveau des rémunérations pratiquées dans le secteur de l'entreprise ; - Les rémunérations perçues par les autres managers de l'entreprise et la structure des rémunérations à l'intérieur de celle-ci (afin de préserver le sentiment d'équité, la motivation de tous les managers et la cohésion sociale) ; - La rareté des compétences du manager ;	Le présent document est un guide pratique et non pas un texte de loi supplémentaire. Les entreprises qui y adhèrent doivent expliquer clairement à leurs actionnaires dans un chapitre de leurs rapports annuels leurs plans de mise en œuvre des principes de bonne gouvernance. Elles doivent aussi s'exprimer sur les raisons d'une éventuelle non prise en compte d'une ou de plusieurs recommandations du présent Guide afin que leurs actionnaires aient une idée précise sur leurs positions.	Non.	non	Le Guide fera l'objet d'un réexamen et, le cas échéant, d'une adaptation périodique suite à vos recommandations et remarques.
CAMEROUN											
AFRIQUE DU SUD											
King code of governance for South Africa (King III, 2009, entré en vigueur en 2010)		1994, 2002, puis 2009	The Institute of Directors in Southern Africa (IoDSA) (association professionnelle)	A toute entité, peu importe sa forme sociale, son but (lucratif ou non lucratif), son secteur d'activité (public ou privé), immatriculée et opérant en Afrique du Sud.	Adapter le nouveau code en question aux changements internationaux en la matière et s'aligner sur le "companies act" n°71 de 2008 (loi Sud Africaine).	Introduction and background; 1: ethical leadership and corporate citizenship; 2: boards and directors; 3: audit committees; 4: the governance of risk; 5: the governance of information technology; 6: compliance with laws, rules, codes and standards; 7: internal audit; 8: governing stakeholder relationships; 9: integrated reporting and disclosure; glossary	<u>Indépendance des dirigeants</u> : La nécessité d'indépendance du président du conseil d'administration est reconnue. Il y a possibilité de désigner un président du conseil d'administration non-indépendant, à condition, pour l'entreprise, de le justifier dans un rapport intégré (art 2.16.4.) L'indépendance est définie comme suit: "Independence is the absence of undue influence and bias which can be affected by the intensity of the relationship between the director and the company." <u>Les actionnaires</u> : Say on Pay: Art. 2.27 "Shareholders should approve the company's remuneration policy" Art. 2.27.1. "Shareholders should pass a non-binding advisory vote on the company's yearly remuneration policy." Art. 2.27.2. "The board should determine the remuneration of executive directors in accordance with the remuneration policy put to shareholder's vote"	Par la volonté unilatérale de l'entreprise. Apply or explain	Oui par le biais du "Practice notes to King III" (IoDSA)	Sanctions liées à la méconnaissance des règles de marchés posées par le Johannesburg Stock Exchange Limited (JSE), notamment.	Par une révision du code.

ZONE GEOGRAPHIQUE	Date du 1er code	Périodicité de la mise à jour	Source	A qui est-il destiné ?	Justification de l'existence et de l'adoption du code par les entreprises	Plan	Contenu	Mécanisme d'application / Degré d'impérativité (dans et en dehors du code)	Ligne directrice associée au code? (guideline associée) et si oui qui les fait ?	Mécanismes juridiques de sanctions	Adaptation dans le temps (évolution du contenu)
OCEANIE											
AUSTRALIE											
Corporate governance principles and recommendations (2014)	2003	2007, 2010	ASX Corporate Governance Council (Australian Securities Exchange)	Aux sociétés cotées sur ASX, immatriculées en Australie ou non.	Doter les entreprises d'un modèle de gouvernance non impératif, et suivre le mouvement mondial en la matière.	Foreword; about the Council; what is corporate governance ?; the purpose of principles and recommendations; the basis of the principles and recommendations; the if not why not approach; the application of the principles and recommendations; the structure of the principles and recommendations; the linkage with ASX's listing rules; where to make corporate governance disclosures; disclosing the fact that a recommendation is followed; disclosing the reasons for not following a recommendation; effective date; acknowledgement; Principle 1: lay solid foundations for management and oversight; Principles 2: structure the board to add value; Principles 3: act ethically and responsibly; Principle 4: safeguard integrity in corporate reporting; Principles 5 : make timely and balanced disclosure; Principle 6: respect the rights of security holders; Principles 7: recognise and manage risk; Principle 8: remunerate fairly and responsibly; The application of the recommendations to externally managed listed entities; Glossary	<u>Indépendance des dirigeants</u> : L'indépendance est définie comme suit "a director who is free of any interest, position, association or relationship that might influence, or reasonably be perceived to influence, in a material respect his or her capacity to bring an independent judgement to bear on issues before the board and to act in the best interests of the entity and its security holders generally." <u>Les rémunérations</u> : Principe no 8 A listed entity should pay director remuneration sufficient to attract and retain high quality directors and design its executive remuneration to attract, retain and motivate high quality senior executives and to align their interests with the creation of value for security holders. Le code propose deux lignes directrices: l'une relative au paiement des dirigeants exécutifs et l'autre au paiement des dirigeants non-exécutifs.	La règles de marché (ASX) Listing Rule 4.10.3 impose aux sociétés de fournir annuellement un "corporate governance statement" (rapport de corporate governance). Mais l'adhésion aux principes et recommandations du code n'est pas obligatoire. (If not why not.)	Pas de ligne directrice entièrement dédiée au code à proprement parler mais divers documents (rapports, articles, sites internet...) sont mis à dispositions des entreprises afin d'adapter certaines de leurs pratiques aux recommandations du code.	Sanctions liées à la méconnaissance des règles de marchés posées par l'ASX, notamment en matière de déclaration.	Par une révision des principes et des recommandations.

Annexe 2 – dispositions concernant les administrateurs indépendants

Fonctions des administrateurs indépendants												
	Présidence du conseil		Dans le conseil d'administration		Dans le comité de nomination			Dans le conseil de surveillance (le cas échéant)	Directeur général	Comité d'audit		
	Indépendant	Non-exécutif	Indépendant	Non-exécutif	Indépendant	Non-exécutif	Présidence	Indépendant	Cumul possible des fonctions de directeur + président du conseil ?	Indépendant	Non-exécutif	Présidence
AUS	√	√	Majorité		√		Indépendant		X	Majorité	Tous	Indé
BRA			Significatif	Tous					√			

	Présidence du conseil	Dans le conseil d'administration	Dans le comité de nomination	Dans le conseil de surveillance (le cas échéant)	Directeur général	Comité d'audit		Présidence du conseil	Dans le conseil d'administration	Dans le comité de nomination	Dans le conseil de surveillance (le cas échéant)	Directeur général
CHE			Majorité		Majorité (indépendants et non-exécutifs)					Tous (indépendants et non-exécutifs)		
DEU								Nombre adéquat de membres indépendants				
DZA			Recommandé	Recommandé								
FRA Med			1/3 lorsque le capital est contrôlé; 1/2 lorsque le capital est dilué.		Tous	Majorité	Indépendant			2/3	Tous	
FRA Mid			1/3 lorsque le capital est contrôlé; 1/2 lorsque le capital est dilué. Min: 2.									

	Présidence du conseil	Dans le conseil d'administration	Dans le comité de nomination	Dans le conseil de surveillance (le cas échéant)	Directeur général	Comité d'audit		Présidence du conseil	Dans le conseil d'administration	Dans le comité de nomination	Dans le conseil de surveillance (le cas échéant)	Directeur général
GBR			Nombre approprié + nomination d'un directeur indépendant de référence	Nombre approprié	Majorité (indépendants et non exécutifs)					Tous (indépendants et non exécutifs)		
HKG			Significatif	Significatif	Majorité	Majorité	Indépendant + non-exécutif					
IDN			Significatif									
IND				Significatif	Majorité		Indépendant			Majorité		Indépendant

	Présidence du conseil	Dans le conseil d'administration	Dans le comité de nomination	Dans le conseil de surveillance (le cas échéant)	Directeur général	Comité d'audit		Présidence du conseil	Dans le conseil d'administration	Dans le comité de nomination	Dans le conseil de surveillance (le cas échéant)	Directeur général
ITA			1/3 (min: 2) + nomination d'un directeur indépendant de référence si la présidence n'est pas tenue par un indépendant	Recommandé	Majorité							

	Présidence du conseil	Dans le conseil d'administration	Dans le comité de nomination	Dans le conseil de surveillance (le cas échéant)	Directeur général	Comité d'audit		Présidence du conseil	Dans le conseil d'administration	Dans le comité de nomination	Dans le conseil de surveillance (le cas échéant)	Directeur général
JPN			Min: 2 administrateurs. Idéalement : 1/3					(JPN connaît 3 structures de gouvernance). Min: 2 administrateurs Idéalement : 1/3				
KOR	√	√	Min: 2	√	Majorité		Indépendant					
LBN1				20%		Tous			√			
LBN2			Min: 2 directeurs Idéalement: 1/3	Majorité	Majorité		Non-exécutif				Tous	
MAR				Recommandé		Min: 1					Majorité	
MYS	Idéalement	√	La majorité du conseil n'est pas indépendante			Tous			X			
NLD			Majorité		Max			Tous sauf 1		Max		

POL								Min: 2 membres indépendants				Indépendant
QAT			1/3	Majorité	Tous		Indépendant			Majorité		
	Présidence du conseil	Dans le conseil d'administration	Dans le comité de nomination	Dans le conseil de surveillance (le cas échéant)	Directeur général	Comité d'audit		Présidence du conseil	Dans le conseil d'administration	Dans le comité de nomination	Dans le conseil de surveillance (le cas échéant)	Directeur général
RUS	v		Min 1/3 + nomination d'un directeur indépendant de référence si la présidence n'est pas tenue par un indépendant		Majorité					Tous		
SGP			1/3 ou 1/2 si la présidence n'est pas tenue par un indépendant + nomination d'un		Majorité		Indépendant					

			directeur indépendant de référence									
	Présidence du conseil	Dans le conseil d'administration	Dans le comité de nomination	Dans le conseil de surveillance (le cas échéant)	Directeur général	Comité d'audit		Présidence du conseil	Dans le conseil d'administration	Dans le comité de nomination	Dans le conseil de surveillance (le cas échéant)	Directeur général
SWE			Majorité									
TUN			Min 1/3		Tous idéalement					Tous idéalement		
TWN			Pas moins de 2 ou 1/5							Tous		
USA			Majorité + nomination d'un administrateur indépendant de référence si le président n'est pas un indépendant									

ZAF	v	v	Majorité de non exécutifs	Majorité				Tous		Tous	Tous	Non exécutif et indépendant
-----	---	---	---------------------------	----------	--	--	--	------	--	------	------	-----------------------------

Annexe 3 – critères d'indépendance des administrateurs indépendants

Annexe 3 – critères d'indépendance des administrateurs indépendants

Comment détermine-t-on l'indépendance d'un directeur ?

	Implication auprès de l'actionnaire principal			Implication auprès de l'entité principale					Implication auprès des filiales				Implication auprès des fournisseurs			Question des liens familiaux	Implication comme audit	Implication auprès d'une entité à but non lucratif financée par l'entité principale	A servi comme administrateur indépendant
	Employé ou admin	Partenaire	Actionnaire	Admin	Employé	partenaire	Actionnaire	Influence dominante	admin	employé	Partenaire	Actionnaire	admin	employé	Partenaire				
AUS	v			+ 10 ans	v (3 dern. ans)	v	v (substiel)			v (3 dern. ans)	v		v (3 dern. ans)	v (3 dern. ans)	v (3 dern. ans)	v		A servi	
BRA	v			v (grd nbr de mandats)	v				v	v			v	v	v	v	v	v	
CHE				v (jamais admin ou fin du mandat depuis 3 ans)		v													
DEU	v	v				v										v			
DZA							v												
FRA (afep)	v (dans les 5 der ans)			+ 12 ans	v (5 der ans)	v (substiel)	v (+ 10%)		v (dans les 5 der ans)	v (5 der ans)	v (substiel)					v	v (5 der ans)		

	Implication auprès de l'actionnaire principal			Implication auprès de l'entité principale				Implication auprès des filiales				Implication auprès des fournisseurs			Question des liens familiaux	Implication comme audit	Implication auprès d'une entité à but non lucratif financée par l'entité principale	A servi comme administrateur indépendant
					√ (5 der ans)	√ (2 der ans)	√ (substiel)			√ (5 der ans)	√ (2 der ans)							
FRA (mid)					√ (5 der ans)	√ (2 der ans)	√ (substiel)			√ (5 der ans)	√ (2 der ans)				√	√ (6 der ans)		
GBR				+ 9 ans	√ (5 der ans)/ ou rémun suppl	√ (3 der ans)	√ (substiel)			√ (5 der ans)					√			
HKG				+ 9 ans														
IDN																		
IND																		+ 6 ans puis période de 3 ans sans mandat. Max 3 mandats
ITA	√ (significative dans les 3 der années)	√ (dans la der année)	√ (significative dans les 3 der ans)	+ 9 yrs	√ (significative dans les 3 der ans) ou rémun add	√ (dans la der année)	√ (significative dans les 3 der années)	√		√ (significative dans les 3 der années) / ou rémun add	√ (dans la der année)	√ (significative dans les 3 der années)			√	√		
JPN (renvoi)																		
KOR		√			√	√	√									√		
LBN 1																		
LBN 2	√	√							√ (dans la der année)						√			
MAR																		

	Implication auprès de l'actionnaire principal			Implication auprès de l'entité principale				Implication auprès des filiales				Implication auprès des fournisseurs			Question des liens familiaux	Implication comme audit	Implication auprès d'une entité à but non lucratif financée par l'entité principale	A servi comme administrateur indépendant
MYS																		Max 9 ans
NLD					v (5 der ans)/ ou rémun add	v (dans la der année)	v (+ 10%)	v					v (dans la der année)		v			
POL (renvoi)																		
QAT				+ 9 ans	v (3 der années)/ ou rémun add.								v (3 der années) si l'entité est contrôlé e par un manager		v	v (3 der années)		
RUS	v (3 der années)		v	+ 7 ans	v (3 der années)/ ou rémun add		v (+ 1%)						v (dans les 3 der années)					v (dans les 3 der années) a servi comme « tax advisor, auditor, or account services »
SGP	v (dans la der année)	v (dans la der année)	v (dans la der année)	+ 9 ans	v (dans les 3 der années)/ ou rémun add		v (+ 10%)	v				v (+ 10%)	v		v			
SWE	v	v			v (dans les 3 der années)/ ou rémun add	v (dans la der année)		v (dans les 5 der années)	v (dans les 5 der années)	v (dans la der année)					v	v (dans les 3 der années)		

	Implication auprès de l'actionnaire principal			Implication auprès de l'entité principale					Implication auprès des filiales				Implication auprès des fournisseurs			Question des liens familiaux	Implication comme audit	Implication auprès d'une entité à but non lucratif financée par l'entité principale	A servi comme administrateur indépendant	
	v	v	v		v/ ou rémun add		v contrôle		v	v		v contrôle	v	v	v					v
TUN	v	v	v		v/ ou rémun add		v contrôle		v	v		v contrôle	v	v	v	v		v		
TWN (renvoi)																				
USA					v	v	v						v	v	v			v		
ZAF																				

Annexe 4 - tableau de composition des rémunérations

Composition des rémunérations dans les systèmes monistes										
	Conseil d'administration					Managers				
	Directeurs non-exécutifs		Directeurs exécutifs		Divulgation	Critères	Ré m. fixe	Rém. variable	Divulgation	Critères
	Ré m. fixe	Rém. variable	Ré m. fixe	Rém. Variable						
AUS	√	X	√	√	√	5				
BRA	√	√	√	√	√	6	√	√	√	8
CHE	√	X	√	√		4				
DZA	√	√	√	√		4				
FRA	√	√	√	√		3	√	√		6
FRA mid	√	√	√	√		2	√	√	√	7
HKG										
IDN										
IND	√	√	√	√	√	+ 10				
ITA	√	X	√	√		+ 10	√	√		+ 10
JPN										
KOR	√	√	√	√	√	+ 10	√	√		+ 10
LBN 1										
LBN 2										
MAR										
MYS	√	√	√	√		1				
POL	√	X					√	√	√	
QAT										
RUS	√	X	√	X			√	√		(référétiel externe)
SGP							√	√	√	+ 10
SW E							√	√		5
TUN	√	√	√	√	√	4	√	√		+ 10
TW N						3				3
USA	√	√	√	√			√	√		
ZAF	√	√	√	√			√	√		

Composition des rémunérations dans les systèmes dualistes								
	Conseil de surveillance			Directoire				
	Directeurs non-exécutifs		Divulga- tion	Critè- res	Rémunéra- tion fixe	Rémunéra- tion variable	Divulga- tion	Critè- res
	Rémunéra- tion fixe	Rémunéra- tion variable						
DE U	√	√	√	1	√	√		6
FR A								
FR A mi d								
ITA								
NL D					√	√		+ 10
PO L	√	X	√		√	√	√	
SG P								

Annexe 5 – liste des documents de référence consultés

Ont été consultés les documents de référence d'entreprises du CAC 40 :

- ❖ Accor (2016) : file:///C:/Users/Tatiana/AppData/Local/Temp/DDR_ACCOR-2016_FR.pdf
- ❖ Air Liquide (2016) : <https://www.airliquide.com/fr/investisseurs/document-reference-2016>
- ❖ Arcelor Mittal :
<http://corporate.arcelormittal.com/~media/Files/A/ArcelorMittal/investors/annual-reports/Annual-Report-2016-mar.pdf>
- ❖ Atos (2016) : https://atos.net/content/dam/global/reports-2016/downloads/Atos_DocumentDeReference_2016.pdf
- ❖ Axa (2016) : <https://www.axa.com/fr/investisseurs/informations-reglementees-documents-de-reference>
- ❖ Bouygues (2016) : https://www.bouygues.com/wp-content/uploads/2017/03/bouygues_ddr-2016_fr.pdf
- ❖ BNP-Paribas (2016) : <https://invest.bnpparibas.com/documents-de-reference>
- ❖ Cap Gemini (2016) :
https://www.fr.capgemini.com/sites/default/files/fr/2017/03/capgemini_document_de_reference_2016.pdf
- ❖ Carrefour (2016) : <http://www.carrefour.com/fr/documents-de-reference/document-de-reference-2016>
- ❖ Crédit agricole (2016) : <https://www.credit-agricole.com/var/storage/original/application/b104f874d4dc8e2047d60fa90bc9da3b.pdf>
- ❖ Danone (2016) : <http://www.danone.com/pour-vous/investisseurs/rapports-de-lentreprise/>
- ❖ Engie (2016) : <http://www.engie.com/groupe/publications/>
- ❖ Essilor (2016) : <https://www.essilor.com/fr/medias/communiqués-de-presse/mise-disposition-du-document-de-reference-2016/>
- ❖ Kering (2016) : <http://www.kering.com/fr/documents/document-de-reference-2016>
- ❖ Legrand (2016) : <http://www.legrand.com/FR/action/news/display/11212>
- ❖ Lafarge (2016) : http://www.sanofi.com/Images/49287_Document_de_reference_2016.pdf
- ❖ LVMH (2016) : <https://r.lvmh-static.com/uploads/2017/03/document-de-reference-2016-vf.pdf>
- ❖ Michelin (2016) :
https://www.michelin.com/content/.../16/.../MICHELIN_DDR+2016_FR_070317.pdf
- ❖ Nokia (2016) : <https://networks.nokia.com/press/2016/alcatel-lucent-announces-filing-and-availability-2015-document-de-reference-and-2015-annual-report>
- ❖ L'Oréal (2016) : http://www.loreal-finance.com/docs/0000000137/LOreal_Document_de_Reference_2016.pdf
- ❖ Orange (2016) : <https://www.orange.com/fr/Press-Room/communiqués/communiqués-2017/Publication-du-document-de-reference-2016>
- ❖ Publicis group (2016) : <http://www.publicisgroupe.com/fr/investisseurs/document-de-reference-2016>
- ❖ Renault (2016) : <https://group.renault.com/wp-content/uploads/2017/04/renault-dr-2016-.pdf>
- ❖ Safran (2016) : <https://www.safran-group.com/fr/file/download/safran-ddr-2016-fr.pdf>
- ❖ Sanofi (2016) : http://www.sanofi.com/Images/49287_Document_de_reference_2016.pdf

- ❖ Saint-Gobain (2016) : <https://www.saint-gobain.com/fr/finance/information-reglementee/document-de-reference-incluant-le-rapport-financier-annuel>
- ❖ Schneider Electrics (2016) : <http://interactivedocument.labrador-company.com/Labrador/FR/Schneider/documentdereference2016/>
- ❖ Société générale (2016) :
- ❖ Sodexo (2016) : <http://www.sodexo.com/fr/home/finance/presentations-and-publications/financial-results.html>: <https://www.societegenerale.com/fr/mesurer-notre-performance/donnees-et-publications/document-de-reference>
- ❖ Total (2016) : http://www.total.com/sites/default/files/atoms/files/ddr2016_vf_web.pdf
- ❖ Valeo (2016) : <http://www.valeo.com/fr/valeo-depot-document-de-reference-2016/>
- ❖ Veolia (2016) : <https://www.veolia.com/fr/groupe/finance/information-reglementee/publications-et-informations-financieres/rapport-financier-annuel-document-de-reference>

Annexe 6 – Programme des journées d'étude organisées dans le cadre du projet de recherche



L'EFFICACITE DES CODES DE GOUVERNANCE. PERSPECTIVES COMPAREES ET PLURIDISCIPLINAIRES

Journée d'études

Jeudi 7 mai 2015

**Salle des Commissions, bâtiment F, campus Paris Ouest Nanterre La
Défense**

Organisation :

- Katrin Deckert (Centre de Droit Civil des Affaires et du Contentieux Economique)
- Sophie Harnay (EconomiX CNRS UMR 7235 et BETA)
- Tatiana Sachs (Institut de Recherche Juridique sur l'Entreprise et les Relations Professionnelles)

Programme

9h30 – 10h00 : accueil des participants et présentation du projet de recherche

10h00 – 11h30 : « La gouvernance des sociétés cotées : où en est la recherche en économie ? », Antoine REBERIOUX (Professeur d'économie, Université Paris 7 & LADYSS)

11h45 – 13h15 : « Forces et faiblesses du principe *comply or explain* », Jean-Baptiste POULLE (Avocat, Cabinet Spitz & Poulle)

13h15 – 14h30 : déjeuner

14h30 – 16h00 : « La gouvernance d'entreprise en milieu global », Benoît FRYDMAN (Professeur à l'Université Libre de Bruxelles, Président du Centre Perelman de philosophie du droit)

16h00 – 17h00 : synthèse et discussion générale.



Avec le soutien du collège des Bernardins



L'EFFICACITÉ DES CODES DE GOUVERNANCE. PERSPECTIVES COMPARÉES ET PLURIDISCIPLINAIRES

Séminaire d'étapes

Mercredi 23 mars 2016

Collège des Bernardins, 20 rue de Poissy, 75005 Paris

Salle 102

Organisation :

- Katrin Deckert (Centre de Droit Civil des Affaires et du Contentieux Economique)
- Sophie Harnay (EconomiX CNRS UMR 7235 et BETA)
- Tatiana Sachs (Institut de Recherche Juridique sur l'Entreprise et les Relations Professionnelles)

Programme

- 13h45 – 14h00 :** accueil des participants
- 14h00 – 15h00 :** **Présentation et discussion de la typologie des codes de gouvernance**
Julien Dubois (UPOND, CEDCACE) et Katrin Deckert (UPOND, CEDCACE)
- 15h00 – 16h00 :** **L'analyse économique des codes de gouvernance : quels apports de l'économie du droit ?**
Sophie Harnay (Université de Lorraine, BETA et ECONOMIX),
Fabienne Llense (UPOND, EconomiX), Antoine Rebérioux (Paris VII, LADYSS)
- 16h15– 17h00 :** **L'efficacité des codes de gouvernement d'entreprise - expériences, concepts et approches du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise**
Pascal Durand Barthez, Secrétaire général du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise
- 17h00 – 17h45 :** **Les codes de gouvernance à la lumière de la responsabilité sociale des entreprises**
Tatiana Sachs (UPOND, CEDCACE)
- 17h45- 18h30:** **Les outils alternatifs de la gouvernance : l'exemple de la SOSE (Société à objet social étendu)**
Stéphane Vernac (Université de Picardie Jules Verne, CEPRISCA, Chercheur associé au Centre de gestion scientifique [Mines ParisTech])

Avec le soutien du collège des Bernardins

**L'EFFICACITÉ DES CODES DE GOUVERNANCE.
PERSPECTIVES COMPARÉES ET PLURIDISCIPLINAIRES**

Séminaire de présentation des recherches

**Lundi 22 mai 2017
Université Paris Nanterre
Salle des Acte (141) – Bâtiment F**

Organisation :

- Katrin Deckert (Centre de Droit Civil des Affaires et du Contentieux Economique)
- Sophie Harnay (EconomiX CNRS UMR 7235 et BETA)
- Tatiana Sachs (Institut de Recherche Juridique sur l'Entreprise et les Relations Professionnelles)

Matinée sous la présidence de P. Durand-Barthez

9h30 – 10h 30 : Typologie des codes de gouvernance. Le traitement de l'indépendance des administrateurs et de la rémunération

K. Deckert (UPN, CEDCACE) et G. Marain (Dauphine -PSLet UPN)

10h30 – 11h30 : Codes de gouvernance et sociétés non cotées

A. Ballot-Lena (UPN, CEDCACE)

11h30-11h45 : Pause Café

11h45-12h45 : Effectivité des codes de gouvernance et droit international privé

L. Usunier (Université de Cergy-Pontoise)

12h45-13h45 : pause déjeuner

Après-midi sous la présidence de B. Segrestin

13h45-14h45 : Quota législatif vs. code : quels effets sur la parité hommes / femmes dans les conseils d'administration ? Une étude sur données britanniques et françaises

S. Harnay (UPN -Economix - et UDL - Beta), F. Llense (UPN, Economix), A. Rebérioux (Université Paris 7), G. Roudaut (Ecole Polytechnique)

14h45-15h45 : La recherche d'effectivité : une comparaison entre les codes de RSE et les codes de gouvernance

T. Sachs (UPN, IRERP)

15h45-16h: Pause café

16h-17h: Les statuts : une alternative aux codes de gouvernance ? L'exemple des entreprises à mission

K. Levillain, Mines Paris Tech

17h-17h30: Propos conclusifs

Olivier Favereau, UPN et Collège des Bernardins

Table des matières

INTRODUCTION	11
LE CONTEXTE DE LA RECHERCHE	12
<i>L'appel à projet de la Mission Droit et Justice pour une « Étude sur la mise en œuvre des Codes de gouvernance d'entreprise » (2014).....</i>	<i>13</i>
<i>Les codes de gouvernance et les théories de la gouvernance – l'état du débat</i>	<i>15</i>
<i>Les codes de gouvernance et le cadre juridique du gouvernement d'entreprise</i>	<i>18</i>
LA PROBLEMATIQUE DE LA RECHERCHE – L'EFFICACITE DES CODES DE GOUVERNANCE	20
PRESENTATION DES TROIS AXES DE LA RECHERCHE.....	22
PRINCIPAUX RESULTATS DE LA RECHERCHE.....	23
➤ <i>1er axe de recherche : Quel(s) modèle(s) de gouvernance ?.....</i>	<i>23</i>
➤ <i>2ème axe de recherche : Quelle effectivité des codes de gouvernance ?</i>	<i>24</i>
➤ <i>3ème axe de recherche : Pour quelle(s) gouvernance(s) ?</i>	<i>28</i>
PARTIE 1 : QUEL(S) MODELE(S) DE GOUVERNANCE ?	35
CHAPITRE 1^{ER} – ELEMENTS D'UNE CARTOGRAPHIE DES CODES DE GOUVERNANCE A TRAVERS DEUX ILLUSTRATIONS :	
L'INDEPENDANCE DES ADMINISTRATEURS ET LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS ET DES NON-EXECUTIFS.....	35
1. <i>Indépendance des administrateurs.....</i>	<i>36</i>
1.1. Exigence d'administrateurs indépendants.....	36
1.2. Définition de l'indépendance	38
2. <i>Rémunération des dirigeants et non-exécutifs.....</i>	<i>40</i>
2.1. Organe compétent.....	41
2.2. Composantes de la rémunération.....	42
2.2.1. Des dirigeants.....	42
2.2.2. Des non-exécutifs	43
2.3. Montant des rémunérations	43
CHAPITRE 2 - THE CORPORATE GOVERNANCE CODES IN GERMANY AND FRANCE.....	45
PARTIE 2 : QUELLE EFFECTIVITE DES CODES DE GOUVERNANCE ?	59
CHAPITRE 3 – QUELS INSTRUMENTS DE MESURE DE L'EFFECTIVITE DES CODES DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ? REVUE CRITIQUE DES INSTRUMENTS EXISTANTS ET ELEMENTS DE REFLEXION PROSPECTIVE.....	61
<i>Introduction</i>	<i>61</i>
1. <i>L'existant : le(s) suivi(s) et les mesures de l'effectivité des codes de GE et leurs limites.</i>	<i>63</i>
1.1. Des suivis sans contrôles : les institutions/organisations en charge de l'évaluation de l'effectivité des codes	63
1.1.1. Les institutions en charge du suivi de l'effectivité des codes : pratiques et prérogatives	63
1.1.2. Les enseignements du suivi du <i>Combined code</i> par le Financial Reporting Council au Royaume-Uni	64
1.2. Des instruments de mesure de la mise en application des codes qui reflètent une asymétrie entre <i>comply</i> et <i>explain</i>	67
1.2.1. Le triomphe du <i>comply</i> : le paradoxe de la conformité.....	67
1.2.2. La faiblesse du <i>Explain</i> : l'absence de mesures par manque de normalisation de l'information ?.....	71
2. <i>Les contours de l'effectivité recherchée</i>	<i>73</i>
2.1. L'impact de la forme sur le fond	73
2.1.1. Les effets pervers de la flexibilité lorsqu'elle est associée à une conformité aveugle : le mirage de l'effectivité	73
2.1.2. Imbrications et externalités entre <i>hard law</i> et <i>soft law</i> : les nouvelles frontières de l'effectivité.	76
2.2. Comment construire les bons instruments pour appréhender l'effectivité des codes de gouvernance ?..	78
2.2.1. Au niveau de la rédaction des codes.....	78
2.2.2. Au niveau du suivi, de la synthèse des informations fournies et des mesures	79

Conclusion	80
Bibliographie.....	82
CHAPITRE 4 – LE PRINCIPE COMPLY OR EXPLAIN : SUIVI ET MISE EN ŒUVRE DES CODES DE GOUVERNEMENT D’ENTREPRISE AU ROYAUME-UNI ET EN FRANCE	83
<i>Introduction</i>	<i>83</i>
1. <i>L’application du principe comply or explain par les sociétés en France et au Royaume-Uni</i>	<i>86</i>
1.1. Le principe <i>comply or explain</i> et ses fondements.....	87
1.2. L’inefficacité de la mise en œuvre du principe dans la pratique	92
2. <i>Les mécanismes pour une mise en œuvre efficace du principe comply or explain.....</i>	<i>97</i>
2.1. La mise en place d’organes de contrôle de l’application du principe <i>comply or explain</i>	97
2.2. Vers une régulation « impérative » pour une gouvernance adéquate ?.....	101
50. <i>Mais des arguments contre un tel contrôle assorti de sanctions existent également. Des règles non-impératives peuvent être aussi effectives que des règles impératives, voire même plus effectives, si l’on considère que la conformité volontaire est meilleure qu’une obéissance forcée. L’utilisation des mesures de contrôle et des sanctions pourrait aussi nuire au débat avec les investisseurs et à la nature volontaire du code. Par ailleurs, des obligations imposées par un législateur dans le domaine du gouvernement d’entreprise ne seraient probablement pas en mesure de prendre en compte la complexité et la diversité des sociétés modernes, surtout quant elles sont cotées.</i>	<i>102</i>
Conclusion	102
CHAPITRE 5 – L’ANALYSE ECONOMIQUE DES CODES DE GOUVERNANCE D’ENTREPRISE – UNE ANALYSE COUTS-AVANTAGES DES CODES COMME TECHNOLOGIE JURIDIQUE	104
<i>Introduction</i>	<i>104</i>
1. <i>La définition d’une bonne gouvernance d’entreprise, un sujet controversé ?</i>	<i>107</i>
1.1. Un besoin d’information standardisée	107
1.2. La pluralité des paradigmes en matière de gouvernance	110
1.2.1. Controverse 1 : la responsabilité des entreprises	111
1.2.2. Controverse 2 : rôle et composition du conseil d’administration	112
1.2.3. Evolutions paradigmatique et codes de gouvernance : une analyse des exemples britannique et français	116
1.3. L’inadéquation des technologies juridiques traditionnelles en présence de définitions concurrentes des bonnes pratiques de gouvernance	119
2. <i>Coûts et avantages des codes en matière de production de règles de gouvernance – quels effets de l’implication des agents privés dans le processus de production des codes ?.....</i>	<i>120</i>
2.1. Asymétries informationnelles et coûts de production de la règle vs capture de la régulation.....	121
2.1.1. Les avantages informationnels de l’implication des agents privés dans le processus de production des codes	121
2.1.2. Les inconvénients de l’implication des agents privés dans le processus de production des codes : capture informationnelle et réglementaire	125
2.2. L’adaptabilité des codes : flexibilité vs insécurité juridique	127
2.2.1. Les avantages de la flexibilité juridique	127
2.2.2. Un coût en termes d’instabilité et d’incertitude juridiques ?.....	129
2.3. Le code comme mode de production d’un bien collectif	131
3. <i>Coûts et avantages des codes en matière de mise en œuvre des recommandations de gouvernance – quelle effectivité des codes ?</i>	<i>133</i>
3.1. Sanctions extra-légales, adhésion volontaire au code et effectivité des règles de gouvernance	134
3.1.1. L’adhésion aux codes, une source de gains pour les entreprises.....	134
3.1.2. Adhésion aux codes et sanctions extra-juridiques	136
3.2. Principe du <i>comply or explain</i> et adhésion aux codes	139
3.2.1. Le principe du <i>comply or explain</i> , un « facilitateur » d’adhésion aux codes ?.....	139
3.2.2. Les limites du principe du <i>comply or explain</i>	140
3.2.3. L’effectivité des codes de gouvernance.....	148
Conclusion : limites de l’analyse coûts-bénéfices et pistes de recherche	150
Références	152

CHAPITRE 6 – EFFECTIVITE DES CODES DE GOUVERNANCE PRIVES ET DROIT INTERNATIONAL PRIVE	159
CHAPITRE 7 – QUOTA LEGISLATIF VS. CODE DE GOUVERNANCE : QUELS EFFETS SUR LA PARITE FEMMES/HOMMES DANS LES CONSEILS D'ADMINISTRATION ? UNE ETUDE SUR DONNEES BRITANNIQUES ET FRANÇAISES	189
<i>Introduction</i>	<i>189</i>
1. <i>Comparaison codes vs. droit légiféré : quelques apports de l'analyse économique</i>	<i>191</i>
2. <i>Question de recherche et contexte</i>	<i>201</i>
3. <i>Présentation des données</i>	<i>205</i>
4. <i>Quels effets sur l'équilibre hommes / femmes ?</i>	<i>210</i>
5. <i>Quels effets sur la composition du conseil (hors genre) ?.....</i>	<i>216</i>
5.1. <i>Quels effets du quota législatif sur les grands équilibres des conseils français ? Une comparaison avec les effets du code britannique.....</i>	<i>217</i>
5.2. <i>Quel effet du quota législatifs sur les caractéristiques des femmes recrutées dans les conseils français ? Une comparaison avec les effets du code britannique</i>	<i>219</i>
<i>Résumé et conclusion</i>	<i>222</i>
<i>Références</i>	<i>226</i>
PARTIE 3 : POUR QUELLE(S) GOUVERNANCE(S) ?	229
CHAPITRE 8 – CODES DE GOUVERNANCE ET SOCIETES NON COTEES	231
<i>Introduction</i>	<i>231</i>
1. <i>L'existence de codes de gouvernance pour les sociétés non cotées</i>	<i>235</i>
2. <i>Le contenu des codes de gouvernance des sociétés non cotées</i>	<i>238</i>
3. <i>La réception des codes de gouvernance des sociétés non cotées</i>	<i>242</i>
CHAPITRE 9 – LA PLACE DES CODES DE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE DANS LA RECHERCHE D'UNE BONNE GOUVERNANCE. REFLEXIONS A PARTIR D'UNE ANALYSE TEXTUELLE DES JUSTIFICATIONS AVANCEES PAR LES ENTREPRISES.....	247
<i>Introduction</i>	<i>247</i>
1. <i>Les codes de gouvernement d'entreprises, un outil double face</i>	<i>248</i>
2. <i>Les modalités du comply or explain</i>	<i>251</i>
2.1. <i>La mise en œuvre de l'explain : une pluralité de justifications.....</i>	<i>251</i>
2.2. <i>Justifier et rendre compte : quelle(s) différence(s) ?.....</i>	<i>260</i>
3. <i>Les codes de gouvernance parmi les autres outils de la gouvernance : vers une bonne gouvernance ?</i>	<i>268</i>
3.1. <i>La corégulation</i>	<i>269</i>
3.2. <i>L'entreprise à mission : une approche par les statuts alternative aux codes de gouvernance.....</i>	<i>274</i>
3.2.1. <i>Les entreprises à mission, innovation juridique</i>	<i>275</i>
3.2.2. <i>L'apport du modèle de l'entreprise à mission dans une discussion sur les codes de gouvernance</i>	<i>277</i>
CONCLUSION GENERALE	281
ANNEXES	289
ANNEXE 1 – TABLEAU COMPARATIF DES CODES DE GOUVERNANCE D'ENTREPRISE	289
ANNEXE 2 – DISPOSITIONS CONCERNANT LES ADMINISTRATEURS INDEPENDANTS.....	305
ANNEXE 3 – CRITERES D'INDEPENDANCE DES ADMINISTRATEURS INDEPENDANTS	313
ANNEXE 4 – TABLEAU DE COMPOSITION DES REMUNERATIONS.....	319
ANNEXE 5 – LISTE DES DOCUMENTS DE REFERENCE CONSULTES	321
ANNEXE 6 – PROGRAMME DES JOURNEES D'ETUDE ORGANISEES DANS LE CADRE DU PROJET DE RECHERCHE.....	323
TABLE DES MATIERES	331