



L'EFFICACITE DU PRINCIPE
COMPLY OR EXPLAIN EN MATIERE
DE GOUVERNANCE DES
SOCIETES COTEES

Master 2 Droit des Affaires Nantes - Année universitaire 2019-2020
Fedora MORNET

STAGE

Période de stage : du 11 mai au 14 août 2020

Entreprise accueillante : LNA Santé

7 boulevard Auguste Priou

44120 Vertou

Maître de stage : Madame Fanny MARTIN-ROBERT

SOUTENANCE

Date de soutenance : 25 septembre 2020 à 14 heures

Composition du jury :

Madame Laure NURIT

Madame Fanny MARTIN-ROBERT

REMERCIEMENTS

Je souhaiterais en premier lieu remercier Madame Fanny MARTIN-ROBERT, ma responsable de stage, pour m'avoir donné l'opportunité d'effectuer mon stage au sein de son service juridique. Cette expérience a été très enrichissante, tant sur le plan professionnel qu'humain. Je lui suis reconnaissante de m'avoir formée et donné les explications nécessaires à l'accomplissement de mes missions. Enfin, je la remercie pour la confiance qu'elle m'a accordée tout au long de ce stage.

J'aimerais également remercier Madame Jessie FOURGNAUD pour ses conseils et sa bienveillance, ainsi que toute l'équipe de LNA Santé pour son accueil et sa gentillesse. J'ai réellement eu la sensation d'être considérée comme un membre à part entière de l'entreprise.

Enfin, je remercierai Madame Laure NURIT pour ses enseignements dispensés tout au long de cette année de Master 2, pour son aide dans la rédaction de ce mémoire ainsi que pour sa compréhension et sa disponibilité, malgré les circonstances particulières de ces derniers mois.

RESUME

Dès lors que l'on s'intéresse à la notion de bonne gouvernance et aux pratiques prescrites par les codes de gouvernance, se pose nécessairement la question du mécanisme mis en place pour en assurer l'effectivité, à savoir le principe *comply or explain*. Dans l'ensemble, ce principe exige des entreprises qu'elles soient transparentes quant aux pratiques de gouvernance qu'elles mettent en œuvre, que celles-ci proviennent des codes ou soient, au contraire, plus adaptées à leurs spécificités.

Si l'on pouvait croire que l'alternative qu'offre le principe aux entreprises serait un facteur favorisant son application, il demeure une règle de droit souple qui peine à s'affirmer en raison de son manque de normativité. En effet, une question récurrente concerne la place des règles de *soft law* édictant des obligations en matière de RSE au regard des dispositions législatives et réglementaires.

Toutefois, même si ces problématiques viennent entraver l'application du principe *comply or explain*, elles ne lui sont pas propres pour autant. A ces dernières viennent s'ajouter des considérations qui lui sont plus spécifiques et qui, malheureusement, ne lui permettent pas d'améliorer son efficacité. Outre les critiques que l'on peut faire aux codes de gouvernance et qui vont indirectement l'impacter, on peut s'interroger quant au manque de législation autour de ce principe qui ne permet pas aux entreprises de le comprendre pleinement.

En ce sens, les investisseurs occupent un rôle extrêmement important dans le contrôle du principe et vont inciter les entreprises à en faire application puisque cela participe à leur réputation sur le marché financier. Ainsi, même si le principe souffre de quelques défaillances, son efficacité est tout de même assurée par le biais des parties prenantes à l'entreprise, telles que les investisseurs et consommateurs. Soucieuses de préserver une bonne image, ces dernières vont alors se montrer plus consciencieuses dans leur déclaration en matière de gouvernance.

Par ailleurs, des organismes privés ou publics interviennent également dans l'évaluation du principe et disposent parfois de véritables moyens pour venir sanctionner son manquement. Toutefois, même si l'AMF ou le HCGE ont des prérogatives plus ou moins importantes en la matière, ces acteurs pourraient tout de même exercer un contrôle un peu plus poussé, ce qui nous amène à penser que le principe *comply or explain* nécessite encore quelques améliorations.

SOMMAIRE

Chapitre 1 : Les objectifs du principe <i>comply or explain</i> entravés par des difficultés de mise en œuvre.....	8
Section 1 : Un principe de droit souple favorable à une visibilité des pratiques de gouvernance mises en œuvre par les entreprises.....	8
§1 La recherche d'une transparence au travers de l'application du principe.....	8
§2 Un principe affaibli par des difficultés inhérentes aux règles de droit souple.....	14
Section 2 : L'ensemble du principe affecté par les difficultés respectives liées à la mise en œuvre du <i>comply</i> et de l' <i>explain</i>	21
§1 L'exigence de conformité remise en cause par la qualité des référentiels.....	22
§2 Un principe à l'équilibre rompu en raison de la faiblesse de l' <i>explain</i>	29
Chapitre 2 : L'application du principe <i>comply or explain</i> contrôlée par les acteurs du marché.....	37
Section 1 : L'efficacité du principe influencée par la réputation des entreprises sur le marché.....	37
§1 Les informations transmises par les entreprises essentielles à la mise en œuvre du contrôle	37
§2 Les investisseurs, principaux destinataires des informations en matière de gouvernance d'entreprise.....	45
Section 2 : La nécessaire amélioration du principe malgré le contrôle effectué par les organismes indépendants.....	52
§1 Les organismes indépendants à l'origine d'un examen incomplet du principe.....	52
§2 Les critiques du principe, fruits d'une réflexion destinée à améliorer son efficacité.	59

INTRODUCTION

01. La montée en puissance de la Responsabilité sociétale des entreprises ou RSE, cette dernière dizaine d'années, a été à l'origine de profondes modifications dans le comportement et le fonctionnement des entreprises. Il s'agit de la prise en compte, par les sociétés, des considérations d'ordre environnemental et social dans le cadre de leurs activités et de leurs interactions avec les parties prenantes. Cette volonté d'ajouter des préoccupations extra-financières au cadre de l'entreprise illustre un changement au sein de la société même puisque, aujourd'hui, un certain nombre d'acteurs, qu'il s'agisse des consommateurs ou des autorités publiques, prennent conscience de l'importance de ces concepts.

02. La multiplication des pratiques de boycott témoigne de l'impact que peuvent avoir les considérations sociales et environnementales sur l'entreprise. Dernièrement, par exemple, le réseau social Facebook a fait l'objet d'un boycott¹, non pas de la part des utilisateurs anonymes, mais essentiellement d'autres entreprises, telles que Coca-Cola, Honda ou encore Ben & Jerry's, qui ont dénoncé l'indifférence de la plateforme vis-à-vis des propos discriminatoires ou violents. Ce type de mouvement de la part des entreprises a généralement un double impact puisqu'il a vocation à exercer une forme de pression sur Facebook, d'une part, en plus de donner une image valorisante des sociétés qui en sont à l'origine, d'autre part, et qui préfèrent mettre fin à leur campagne publicitaire sur le réseau plutôt que de cautionner cette politique.

03. Un autre aspect de la RSE qui peut fortement impacter les entreprises est relatif à l'investissement responsable qui consiste à sélectionner les acteurs en fonction de critères, non pas strictement financiers, mais également extra-financiers. Cela consiste à orienter les investissements vers les entreprises qui adoptent des pratiques responsables en matière environnementale, sociale et de gouvernance. Cela renvoie notamment aux fameux critères ESG qui permettent d'évaluer la prise en compte du développement durable et d'autres enjeux sur le long terme dans la stratégie des entreprises. Ces critères visent, par exemple, à s'intéresser aux émissions de CO₂, à la consommation d'eau ou d'électricité dans le cadre environnemental ; à l'emploi des personnes en situation de handicap dans le cadre social et à la transparence

¹ DEVAUX Rémi, « Le boycott de Facebook par les annonceurs rebat les cartes de l'industrie publicitaire », *Le Monde*, 02 juillet 2020.

s'agissant de la rémunération des dirigeants ou la lutte contre la corruption dans le cadre de la gouvernance.

04. Ainsi, la gouvernance constitue un aspect à part entière de la RSE que les entreprises se doivent de prendre en compte. En effet, les années 1990-2000 ont été marquées par de nombreux scandales financiers qui ont mis en lumière la nécessité d'apposer un cadre aux entreprises. Qu'il s'agisse de l'affaire Vivendi Universal², en 2002, durant laquelle la défiance des investisseurs à l'égard de la stratégie du groupe a atteint son paroxysme, la chute du cabinet d'audit Andersen³ à raison de la destruction de documents financiers, ou encore, plus récemment, le scandale lié au PDG de Renault, tout cela démontre l'impact de la gouvernance sur les performances économiques des entreprises et surtout sur la confiance des investisseurs à l'égard de ces dernières. Cela incite les sociétés à tendre vers des pratiques de bonne gouvernance et de transparence quant aux règles qu'elles mettent effectivement en œuvre.

05. Toutefois, une première difficulté réside dans la définition de la bonne gouvernance qui reste une notion assez floue. Si la gouvernance d'entreprise ou *corporate governance* se définit comme « l'ensemble des règles et pratiques encadrant la prise de décision au sein des grandes sociétés cotées »⁴ ou « l'ensemble des mécanismes qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants »⁵ qu'en est-il de la bonne gouvernance ?

Initialement, la bonne gouvernance était conçue pour servir au mieux les intérêts des actionnaires. Aussi, cette vision a été remise en cause par la prise en considération des parties prenantes dans le cadre de l'entreprise et la conception d'une société qui ne soit pas autocentrée sur ses performances financières. Aujourd'hui, la bonne gouvernance peut être définie de multiples manières qui sont parfois contradictoires. Cette notion pouvant faire l'objet d'un raisonnement indépendant, on considéra simplement qu'il s'agit de toutes les règles de gouvernance qui ont vocation à protéger les investisseurs ou actionnaires et à restaurer leur confiance dans l'entreprise. Cela fait nécessairement intervenir des critères d'éthique et de

² ORANGE Martine, « Vivendi Universal, la chute », *Le Monde*, 25 juin 2002.

³ MAY Nicole. « La chute de la maison Andersen », *Flux*, n°51, 2003, p.75-82.

⁴ HARNAY Sophie, SACHS Tatiana, DECKERT Katrin, LLENSE Fabienne, *L'efficacité des codes de gouvernance, Perspectives comparées et pluridisciplinaires, Rapport de recherche*, Mission de Recherche Droit et Justice, 2017, p.104.

⁵ CHARREAUX Gérard, « Le gouvernement de l'entreprise : Corporate Governance », *Théories et faits, Économica*, Paris, 1997, in MAZUYER Emmanuelle, « La gouvernance d'entreprise : Quel cadre juridique ? Quelles pratiques ? », Dossier Le code de gouvernance d'entreprise : Quel cadre juridique ? Quelles pratiques ? *Journal des sociétés*, n°154, juillet 2017, p.9-12.

transparence. Ce second terme est utilisé pour qualifier l'accessibilité à une information qui se veut claire, précise et sincère. Elle permet de rendre compte des décisions et motivations de l'entreprise, quel que soit le domaine.

06. La bonne gouvernance est actuellement véhiculée au travers des codes de gouvernance qui trouvent lieu à s'appliquer grâce au principe *comply or explain*. Ce dernier exige des entreprises, soit qu'elles se conforment aux recommandations d'un code de gouvernance, soit qu'elles expliquent les raisons pour lesquelles elles s'en écartent tout en justifiant les pratiques qu'elles mettent en œuvre à la place. Ce dernier est consacré aux articles L.225-27-4, 8° et L.225-68, alinéa 8, du Code de commerce qui prévoient que « 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 ».

07. Le principe *comply or explain* trouve son origine dans les scandales financiers ayant eu lieu au Royaume-Uni, dans lesquels certains dirigeants étaient exclusivement guidés par un objectif de performances économiques de l'entreprise. L'un des premiers codes de gouvernance, le rapport Cadbury, proposait ainsi des recommandations afin de prévenir et éviter ce type de comportements, ainsi que des principes de gouvernance destinés à permettre un meilleur encadrement des dirigeants par les actionnaires. Par la suite, la consécration de ces recommandations a donné naissance au code de gouvernance actuel, le *Combined Code*.

Ce dernier contient trois types de dispositions : les principes généraux (*main principles*), eux-mêmes précisés par les principes supports (*supporting principles*) et les dispositions techniques. Il repose sur le principe *comply or explain* puisque les sociétés doivent indiquer comment elles appliquent les principes généraux et supports, et à défaut, effectuer une déclaration de non-conformité.

08. Par la suite, le principe *comply or explain* a été repris par les instances européennes. En effet, le groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés, mis en place par la Commission européenne en 2001, a soutenu la mise en œuvre de ce principe afin de véhiculer les standards de gouvernement au sein de l'Union européenne. Par ailleurs, la Commission s'est clairement intéressée aux questions relatives à la gouvernance d'entreprise puisqu'elle adopta deux

recommandations concernant la rémunération des dirigeants et les administrateurs indépendants⁶. Par la suite, elle initia deux directives relatives aux comités d'audit et aux dispositions comptables⁷.

09. En France, le principe *comply or explain* a d'abord été précisé par les rapports Viénot et Bouton avant d'être consacré par le législateur à l'occasion de la transposition de la directive du 14 juin 2006⁸. Tout d'abord, contenu dans les articles L.225-37 et L.225-68 du Code de commerce, la loi du 22 mai 2019 a procédé à un réaménagement puisqu'on le trouve actuellement aux articles L.225-37-4 et L.225-68. Contrairement aux autres pays européens, la France laisse une marge de manœuvre particulièrement large aux entreprises qui sont libres d'appliquer un code de gouvernance et, en cas d'écart par rapport à certaines recommandations, d'en expliquer les raisons. Toutefois, il leur appartient également de ne faire application d'aucun code et, à ce titre, de fournir une explication générale justifiant ce choix.

10. Bien que consacré au niveau législatif, le principe *comply or explain* demeure un instrument de droit souple que les entreprises appliquent sur la base du volontariat. En raison de sa nature, il se trouve alors confronté aux mêmes problèmes que les autres règles de *soft law*, à savoir l'absence de sanction juridique, des difficultés liées sa stabilité et sa légitimité, etc. Si les défaillances du principe ont été pointées du doigt à plusieurs reprises, il semblerait que ce dernier n'ait pas fait l'objet de modifications majeures afin d'en améliorer l'efficacité. On peut ainsi se questionner quant aux choix qui motivent cette non-intervention. Il se peut que le législateur veuille laisser suffisamment de souplesse quant à l'application du principe, les règles de *soft law* pouvant s'avérer parfois aussi contraignantes que des dispositions législatives.

11. Dans tous les cas, si l'on part du postulat que les recommandations des codes de gouvernance relèvent du cadre de la bonne gouvernance, le principe *comply or explain* mis en place pour assurer la conformité à ces codes reviendrait à assurer le respect de cette bonne gouvernance. Toutefois, on peut considérer que celui-ci va un plus loin puisqu'il œuvre également pour une transparence quant aux pratiques appliquées par les entreprises, quelle que soit leur origine.

⁶ Recommandation 2004/913/CE du 14 décembre 2004 et recommandation 2005/162/CE du 15 février 2005.

⁷ Directive n°2006/43/CE du 17 mai 2006 et n°2006/46/CE du 14 juin 2006.

Si les deux aspects du principe, *comply* et *explain*, se trouvent correctement appliquées par les entreprises, cela permettrait d'avoir une vision claire des pratiques mises en œuvre par ces dernières en matière de gouvernance et ainsi d'éviter certaines déviations de la part des dirigeants. Bien évidemment, cela a pour finalité la protection des actionnaires mais également celle des investisseurs, qui sont les principaux destinataires de ces informations. En revanche, si le principe manque d'efficacité, non seulement les standards de gouvernance ne trouveraient pas d'application concrète, mais les investisseurs n'auraient pas une image claire de la gouvernance d'entreprise.

12. Cela nous amène à nous demander si le principe *comply or explain* est un mécanisme efficace dans la mise en œuvre des pratiques de bonne gouvernance. Dans la mesure où seules les sociétés dont les titres sont admis en négociation sur le marché sont soumises à l'obligation de se référer à un code de gouvernance, on exclura de notre champ d'étude les sociétés non-cotées, bien qu'elles puissent tout à fait appliquer les codes de gouvernance sur la base du volontariat.

Le principe *comply or explain*, en raison de l'alternative qu'il propose aux entreprises, vise à la fois une promotion des standards de gouvernement d'entreprise, ainsi que la généralisation d'une logique de transparence en la matière. Néanmoins, les nombreux inconvénients liés, tant à son statut de règle de *soft law* qu'à son fonctionnement, nuisent à l'effectivité de son application. Cela fera l'objet de notre premier chapitre. Cependant, il serait difficile de résumer ce principe à ses seuls inconvénients dans la mesure où plusieurs acteurs interviennent dans le contrôle de son efficacité. Ainsi, notre second chapitre sera consacré à l'examen effectué, d'une part, par les investisseurs, d'autre part, par des organismes spécifiques.

CHAPITRE 1 : LES OBJECTIFS DU PRINCIPE *COMPLY OR EXPLAIN* ENTRAVES PAR DES DIFFICULTES DE MISE EN OEUVRE

13. Le principe *comply or explain* offre aux entreprises une alternative efficace lorsqu'il s'agit de s'adapter à des objectifs de transparence en matière de gouvernance. Cette liberté est en partie tributaire de la nature du principe, ce dernier relevant de la *soft law* (Section 1). Toutefois, les aspects *comply* et *explain* souffrant de difficultés respectives, cela nuit à la mise en œuvre globale du principe ainsi qu'à l'équilibre entre ces deux volets (Section 2).

Section 1 : Un principe de droit souple favorable à une visibilité des pratiques de gouvernance mises en œuvre par les entreprises

14. Le principe *comply or explain* assorti aux règles en matière de gouvernance a des objectifs assez ambitieux. En effet, inciter les entreprises à se conformer aux pratiques de bonne gouvernance n'est pas sa seule finalité ; au-delà, c'est bien une meilleure visibilité des règles mises en œuvre au sein des entreprises qui est recherchée par le législateur (§1). Toutefois, en tant qu'instrument de *soft law*, ce principe, tout comme les codes de gouvernance, souffre des inconvénients classiques que l'on peut rencontrer en matière de droit souple (§2).

§1 La recherche d'une transparence au travers de l'application du principe

15. Le principe *comply or explain* répond à l'idée qu'il n'existe pas de règles « sur mesure » en matière de gouvernance. Bien que l'on encourage les entreprises à adopter les recommandations listées par les codes (A), on n'ignore pas que les spécificités des entreprises peuvent amener à des différences quant à l'application de ces pratiques, d'où la marge de manœuvre laissée aux sociétés, avec l'impératif d'une certaine transparence (B).

A) Les référentiels promoteurs des pratiques de bonne gouvernance

16. En insérant, au sein du principe, la possibilité pour les entreprises de se conformer à des référentiels en matière de gouvernance, il est évident que le législateur ne reste pas neutre et

incite les sociétés à adopter certains standards de gouvernement d'entreprise (1). Contrairement à certains pays qui imposent un référentiel unique, généralement issu d'une autorité publique, le législateur offre le choix entre deux codes qui sont à l'initiative d'acteurs privés (2).

1. *La notion de bonne gouvernance véhiculée par les codes de gouvernance*

17. L'idée du *comply* renvoie à la nécessité pour les entreprises de faire application des pratiques listées par les codes de gouvernance, à savoir le code Afep-Medef et le code Middlednext. Aussi, il n'est pas question de mettre en œuvre les recommandations de ces codes, dans leur ensemble, en piochant indistinctement dans l'un ou dans l'autre, mais bien de choisir un des deux référentiels et de rester dans le cadre fixé par celui-ci.

18. Au regard de cette dimension, il est évident qu'une place significative est accordée aux règles de droit souple et aux normes édictées par les organismes privés qui sont à l'origine de ces codes. En effet, la législation aurait très bien pu fixer d'elle-même les pratiques à adopter par les entreprises et faire de l'ensemble de ces recommandations des règles impératives, sans nécessairement se référer aux codes de gouvernance. A l'inverse, elle n'aurait pu exiger des entreprises qu'une certaine transparence quant aux pratiques mises en œuvre, sans évoquer l'idée d'un référentiel. Toutefois, et dans les deux cas, on aurait amputé le principe *comply or explain* de l'un ou l'autre de ses aspects, ce qui l'aurait vidé de sens.

Il semble indéniable que le législateur souhaite mettre en avant le droit souple et promouvoir les codes de gouvernance. A titre illustratif, on peut notamment mentionner la question de la rémunération des dirigeants. En mai 2013, le gouvernement avait en effet renoncé à une loi en la matière au profit de modifications insérées au sein du code Afep-Medef, quand bien même la rémunération des dirigeants reste un sujet délicat à réglementer. Contraindre les entreprises à se référer à un référentiel issu du droit souple revient à accepter l'idée, qu'au regard de la diversité des situations existantes, le droit ne peut pas tout régir.

19. Si le législateur impose aux sociétés cotées de se référer à un code de gouvernance, on peut aisément supposer que ces référentiels participent à la notion de bonne gouvernance. En ce sens, le code Afep-Medef énonce, dans son préambule, que « le code joue un rôle clé dans l'évolution des pratiques de bonne gouvernance » et a pour but de « constituer un référentiel de nature à favoriser l'amélioration de la gouvernance des sociétés cotées ». De même, le code Middlednext évoque « une gouvernance vivante, incarnée, qui a une autre ambition que de se

limiter à respecter les règlements, normes et recommandations ». Autrement dit, les codes de gouvernance édicteraient des pratiques relevant nécessairement de la bonne gouvernance.

De manière générale, si l'on se réfère à la définition de cette notion, les codes seraient complets en la matière puisqu'ils abordent de nombreux aspects de la gouvernance, tout en prenant en compte les intérêts des acteurs concernés. En ce sens, doter les codes d'une normativité au regard du principe *comply or explain* s'inscrirait dans une logique d'amélioration et de diffusion des pratiques de bonne gouvernance.

20. Bien que le législateur souhaite inciter les entreprises à adopter les pratiques de bonne gouvernance au travers des codes Afep-Medef et Middlednext, il n'impose aucunement le choix du référentiel. Si cela participe à la souplesse souhaitée en matière de gouvernement d'entreprise, cela peut entraîner une certaine compétitivité entre les codes et les organismes privés qui en sont à l'origine.

2. Le choix libre des entreprises quant au code de gouvernance appliqué

21. Malgré les différentes options laissées aux entreprises quant au choix du code de gouvernance, bon nombre d'entre elles suivent les recommandations du code Afep-Medef qui, comme son nom l'indique, résulte du travail de l'Association Française des Entreprises privées et du Mouvement des Entreprises de France. L'origine de ce code remonte à 1995 – bien que les entreprises n'aient été invitées à se référer à un code de gouvernance qu'à raison de la loi du 3 juillet 2008⁹ - et fait régulièrement l'objet d'actualisations, la dernière mise à jour datant du 29 janvier 2020 et s'intéressant, par exemple, à la mixité au sein des instances dirigeantes ainsi qu'à la rémunération des dirigeants.

22. Dans son rapport de 2019, le HCGE a indiqué qu'une grande partie des entreprises du SBF 120 faisaient application du code Afep-Medef. Ainsi, 105 sociétés du SBF 120, parmi lesquelles figuraient 36 sociétés du CAC 40, ont été concernées par cette étude.¹⁰ Toutefois, l'application du code Afep-Medef se fait également en dehors de ce cadre. On peut ainsi se questionner quant aux raisons pour lesquelles le code Afep-Medef bénéficie d'une aussi grande

⁹ Loi n°2008-649 du 3 juillet 2008 portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire.

¹⁰ HCGE, *Rapport du Haut Comité du gouvernement d'entreprise*, décembre 2019.

popularité auprès des entreprises cotées, la loi exigeant seulement des sociétés qu'elles se conforment au code de leur choix. La notoriété de ce code découlerait essentiellement du fait que la majorité des sociétés cotées y font référence, et donc du sentiment selon lequel celui-ci s'imposerait en tant que code de référence au sens de la loi.¹¹ La force contraignante du code découlerait davantage d'une « habitude » prise par les acteurs privés plutôt que d'une véritable normativité.

Toutefois, il s'agit d'un propos à nuancer dans la mesure où un grand nombre d'entreprises se tournent actuellement vers le code Middlenext. En effet, en 2018, 193 entreprises cotées se référaient à ce dernier¹². Caroline Webber, directrice générale de Middlenext, explique ce phénomène par la rigidité du code Afep-Medef¹³. Les entreprises considérant ce dernier comme trop contraignant préféreraient alors le code Middlenext, jugé plus souple.

23. Ainsi, on peut se demander si l'attractivité du code Middlenext joue en la défaveur du code Afep-Medef ou si cela se fait en parallèle, sans pour autant impacter la popularité de son homologue. A l'origine, la publication du code Middlenext a eu lieu car les recommandations du code Afep-Medef n'étaient pas adaptées aux petites et moyennes capitalisations. Middlenext étant une association représentant les valeurs moyennes, son code s'est naturellement présenté comme une alternative, plus adaptée aux petites et moyennes valeurs. Mais plus que de souligner une certaine compétitivité entre les deux codes, cela laisserait davantage présumer qu'ils sont complémentaires, tous deux s'adressant à des publics différents.

Néanmoins, il ne fait aucun doute que le code Middlenext présente davantage de souplesse en ce qu'il adopte une approche différente du code Afep-Medef. Plus que de lister un certain nombre de recommandations, il présente, d'une part, « les points de vigilance », c'est-à-dire les éléments auxquels les entreprises doivent prêter une attention particulière et, d'autre part, les recommandations qui, à l'instar de celles énoncées par le code Afep-Medef, sont de simples préconisations.

¹¹ JULIEN Mathilde, « Le choix du code Afep-Medef comme code de référence », Dossier Les codes de gouvernance d'entreprise : quel cadre juridique, quelles pratiques ? p. 29.

¹² Code Middlenext : Une gouvernance adaptée à la singularité de chacune des entreprises qui se l'approprient, Communiqué de presse, 23 avril 2020.

¹³ DE ROULHAC Bruno, « La souplesse du code Middlenext séduit toujours plus », *L'AGEFI Quotidien*, 12 février 2019.

24. Si le législateur fait la promotion des codes de gouvernance, qu'il s'agisse du code Afep-Medef ou du code Middlenext, laissant ainsi aux entreprises un panel de choix particulièrement large, ces deux codes visant des entreprises différentes, c'est bien qu'il existe un déséquilibre au sein du principe *comply or explain*. En effet, l'idée de « se conformer » serait plus importante que le fait de « s'expliquer ». Toutefois, et à défaut d'une conformité, c'est une possibilité que l'on laisse aux entreprises et qui permet de répondre à des exigences propres.

B) L'aspect *explain* favorable à une meilleure visibilité des pratiques mises en œuvre au sein des sociétés

25. Le second volet du principe *comply or explain* impose, comme son nom l'indique, d'expliquer et de justifier les raisons pour lesquelles certaines recommandations ne sont pas appliquées. Si cet aspect permet de prendre en compte le fait que les entreprises disposent de caractéristiques différentes (1), il est nécessairement justifié par une contrepartie, à savoir la transparence (2).

1. *Un principe souple adapté à la diversité des entreprises*

26. En théorie, cette possibilité est source d'une plus grande liberté pour les entreprises et participe pleinement à l'équilibre instauré par le principe. En effet, une fois un code de gouvernance choisi, elles sont libres de substituer leurs propres règles à certaines recommandations afin de s'adapter à leurs spécificités. Aussi, l'idée n'est pas tant d'imposer aux sociétés de se conformer à des pratiques de gouvernance spécifiques mais surtout de les inciter à expliquer quels comportements elles adoptent en lieu et place de ces recommandations.

27. Ce mécanisme vient pallier certains désavantages liés au code de gouvernance qui ne s'adressent qu'à une seule forme sociétaire, à savoir les sociétés anonymes à conseil d'administration. Si ce choix est parfaitement assumé par le code Afep-Medef qui le précise dans son préambule, cela conforte l'idée selon laquelle les codes ne peuvent être appliqués aux sociétés dans leur ensemble. Ainsi, les sociétés anonymes à directoire ou les sociétés par actions simplifiées sont dans l'obligation d'adapter les codes à leurs spécificités.

Par ailleurs, on constate également que cette liberté est bénéfique au sein même des sociétés anonymes à conseil d'administration qui, malgré leur forme similaire, sont tout de même différentes quant à leur activité, à la composition de leur actionnariat, etc. « Cette liberté

répond à l'idée qu'il faut respecter la diversité des situations en cause : *one size does not fit all* »¹⁴. Bien au-delà, cela permet aux sociétés de s'affranchir des recommandations qu'elles n'affectionnent pas - on pense notamment à celles relatives à la rémunération des dirigeants - sous réserve de préciser quelles dispositions elles mettent en place.

28. A l'instar du *comply*, l'*explain* participe tout autant à l'essence même du principe. Supprimer cette exigence reviendrait à contraindre les entreprises à faire application d'un code de gouvernance dans son ensemble, sans plus d'explication. Ce serait, dans ce cas précis, la victoire du *comply* ; or, nous avons vu précisément qu'il ne s'agissait pas de l'objectif visé au travers du principe.

Dans l'idée contraire, on aurait laissé aux entreprises la pleine liberté pour choisir leurs pratiques de gouvernance, sans pour autant exiger d'elles qu'elles fournissent des explications. Pourtant, si l'on aménage une exception au principe, c'est bien que celle-ci est assortie de certaines conditions à respecter pour les entreprises.

2. *La transparence imposée en tant que contrepartie de la souplesse*

29. C'est bien parce qu'il existe une norme de référence que l'utilité d'expliquer les raisons pour lesquelles on ne l'adopte pas prend tout son sens. Or, si le principe ne reposait que sur cette logique d'explications, on aurait finalement laissé les entreprises se réguler d'elles-mêmes. Toutefois, c'est précisément parce que l'autorégulation a présenté certaines défaillances que le principe *comply or explain* a été introduit et expérimenté dans divers pays européens. La possibilité de déroger aux standards listés par les codes de gouvernance n'est possible qu'au travers de la transparence ; c'est elle qui justifie la flexibilité.

30. Il est évident que les deux aspects du principe *comply or explain* ne vont pas l'un sans l'autre. Les entreprises sont dans l'obligation de faire application d'un code de gouvernance et, en cas d'écart par rapport à certaines des recommandations, elles se doivent d'expliquer les raisons de leur choix ainsi que les dispositifs mis en place en contrepartie. A ce titre, le principe

¹⁴ GERMAIN Michel, MAGNIER Véronique, NOURY Marie-Aude, *La gouvernance des sociétés cotées, Rapport pour la Commission européenne remis par la fondation pour le droit continental*, septembre 2013.

est « à mi-chemin entre liberté et contrainte et, à cet égard semble instaurer un bon compromis pour les entreprises, les actionnaires et le marché »¹⁵.

31. Le principe *comply or explain* repose sur le postulat que les codes de gouvernance prescrivent des pratiques de bonne gouvernance. Or, si l'on permet une dérogation à ces codes, ce serait permettre aux entreprises de s'écarter de la bonne gouvernance. Toutefois, ce serait une conclusion un peu hâtive dans la mesure où ce second aspect, voire tout le principe lui-même, converge vers un objectif qui participe à la bonne gouvernance, à savoir la transparence.

En effet, contraindre les sociétés à mentionner les recommandations qu'elles appliquent et à se justifier lorsqu'elles n'en font pas application revient, dans les deux cas, à les inciter à communiquer sur leurs pratiques de gouvernance. La transparence est imposée puisque dans le premier cas, elle consiste à se conformer, dans le second, elle est la contrepartie à la liberté laissée aux entreprises.

Aujourd'hui, on cherche à pousser le principe de transparence à son paroxysme tant dans la vie des affaires que sur les marchés financiers, l'idée étant avant tout d'améliorer la qualité des informations fournies aux investisseurs et aux différents acteurs du marché. Ainsi, en améliorant la transparence, on contribue *à fortiori* à améliorer les pratiques de bonne gouvernance puisque le premier est instrument du second. On ne pourrait apprécier la qualité des pratiques mises en œuvre au sein d'une entreprise s'il existe une opacité entre les tiers et les informations relatives à la société.

32. Bien que le principe *comply or explain* répond à des objectifs particulièrement ambitieux en matière de bonne gouvernance, ses deux aspects répondant à des finalités différentes mais complémentaires, il demeure un instrument de droit souple qui souffre d'un manque de normativité. Ainsi, la vocation du principe est remise en cause par sa nature même qui, sous certains aspects, vient nuire à son efficacité.

§2 Un principe affaibli par des difficultés inhérentes aux règles de droit souple

33. Dans le cadre de l'application du principe *comply or explain*, on peut soulever les difficultés inhérentes aux règles de droit souple. D'une part, il s'agit d'un instrument dont la

¹⁵ Ibid.

normativité peut être remise en cause (A), d'autre part, il s'appuie sur le mécanisme de l'autorégulation et dépend donc de la bonne volonté des sociétés, ce qui peut amener à certaines difficultés (B).

A) Une absence de caractère normatif

34. Si l'on peut émettre certaines critiques à l'égard de la normativité du principe *comply or explain*, en tant qu'instrument de droit souple, c'est parce que celui-ci souffre de l'absence de mécanismes qui viendraient sanctionner son manquement (1). Dès lors qu'il existe des carences quant à l'aspect punitif du principe, il est évident que la loi vient lui faire concurrence en ce qu'elle est plus contraignante (2).

1. L'absence de sanction juridique

35. En 2008, certains auteurs avaient déjà pointé du doigt les failles du principe : « Le défaut de ce régime très souple réside probablement dans le déficit juridique actuel des principes, certes irrigués de cette sève morale pavée de bonnes intentions sous-jacente au gouvernement d'entreprise, mais qui ne peuvent prétendre aujourd'hui à une véritable juridicité »¹⁶. Malheureusement il est possible d'effectuer les mêmes constats, aujourd'hui, dans la mesure où ce principe relève toujours du droit souple et ne peut tirer de véritable normativité de la législation. En effet, si le Code de commerce renvoie explicitement à la possibilité de mettre en œuvre le principe, il permet toutefois de s'en affranchir globalement, en autorisant les entreprises à s'abstenir de faire référence à un code de gouvernance dans son intégralité¹⁷.

36. Dès lors que le législateur ne consacre pas pleinement le principe *comply or explain* en tant que norme législative, on rencontre certaines difficultés propres au droit souple et auxquelles la gouvernance des sociétés n'échappe pas. La *soft law* renvoie à un corpus de règles dénué de toute sanction juridique directe. Le manquement au principe, en tant qu'élément de *soft law*, n'amène donc à aucune sanction sur le plan civil, encore moins sur le plan pénal. Dès lors qu'il s'agit d'une matière qui échappe complètement au contrôle du juge, on peut évidemment douter de sa bonne application par les acteurs privés.

¹⁶ MAGNIER Véronique, « Le principe “se conformer ou s'expliquer”, une consécration en trompe l'œil ? » *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°23, 2008.

¹⁷ Articles L.225-37-4 et L.225-68 du Code de commerce.

En 2007, avant l'introduction de ce principe en droit français, certains auteurs doutaient de l'efficacité du droit souple. Un projet de résolution de la Commission juridique du Parlement européen¹⁸ le considérait comme une notion « ambiguë et pernicieuse » qui « ne devrait être utilisé dans aucun des documents officiels des institutions communautaires » ainsi que d'une « aberration conceptuelle ».

Si les critiques à l'égard de la *soft law* pouvaient être sévères il y a une dizaine d'années, sa qualification de véritable source du droit est moins discutée aujourd'hui. Elle a, par ailleurs, fait l'objet d'une étude et de recommandations du Conseil d'Etat¹⁹ qui a accepté d'être saisi de recours en annulation contre des actes de droit souple. Il n'en demeure pas moins, et malgré ces avancés, que les instruments de droit souple manquent de force contraignante en ce qu'ils n'adoptent pas d'obligations légales dont les manquements peuvent être sanctionnés par le juge.

37. Ainsi, on peut considérer que seules des sanctions extra-juridiques peuvent permettre de sanctionner les entreprises qui ne feraient application du principe *comply or explain*, à savoir la pratique du « *name and shame* » et les évaluations effectuées par les investisseurs sur le marché. Par ailleurs, il serait également possible de sanctionner le défaut d'application par le biais de sanctions juridiques légales ayant vocation à punir, par exemple, le manquement quant aux obligations de reporting.

Toutefois, tous ces instruments ne sont pas suffisants pour assurer au principe une véritable normativité. Il est dès lors plus facile de recourir à des instruments légaux afin de contraindre les entreprises à se plier aux principes. Cela amène à une certaine concurrence entre règles de *soft* et de *hard law*.

2. La rémunération des dirigeants illustrative d'une concurrence de la loi

38. Le recours aux dispositions législatives pour sanctionner les entreprises en cas de manquement est un sujet récurrent. Certains auteurs considèrent en effet que la menace de recourir à la réglementation impérative dans l'élaboration des règles de gouvernance constituent une « forme de contrainte d'un genre un peu particulier »²⁰ pour les entreprises qui trouveraient

¹⁸ Commission des affaires juridiques, Parlement européen, *Rapport sur les implications juridiques et institutionnelles du recours aux instruments juridiques non contraignants*, 28 juin 2007.

¹⁹ Conseil d'Etat, *Etude annuelle 2013 : Le droit souple*, octobre 2013.

²⁰ PIETRANCOSTA Alain, POULLE Jean-Baptiste, « Le principe appliquer ou expliquer », *Les concepts émergents en droit des affaires*, LGDJ, 2010, p.377-393.

davantage d'intérêt à ce que la gouvernance reste du domaine de la *soft law*. Toutefois, le recours à la loi sonnerait comme un échec des instruments de droit souple et, notamment, du principe *comply or explain* qui ne pourrait suffire, de lui-même, à faire respecter les standards de gouvernement d'entreprise, ou du moins, une certaine transparence quant aux pratiques réellement mises en œuvre par les entreprises.

39. L'exemple le plus probant est la manière dont les pouvoirs publics ont traité de la rémunération des dirigeants, sujet épineux dont les recommandations des codes de gouvernance semblent faire l'objet d'un désamour par les entreprises. En effet, avant 2016, le mécanisme « *say on pay* », qui permet de soumettre la rémunération des mandataires sociaux au vote consultatif des actionnaires, était uniquement abordé par le code Afep-Medef²¹. Toutefois, ce principe n'ayant pas fait ses preuves en l'absence de mécanisme contraignant, le seul choix de la *soft law* pour encadrer la rémunération des dirigeants a été remis en cause. Le législateur est ainsi intervenu, avec l'adoption de l'article 161 de la loi du 9 décembre 2016²² ainsi que son décret d'application du 16 mars 2017²³, pour consacrer le mécanisme « *say on pay* » en tant que disposition législative.

40. Les limites du droit souple en la matière ont été illustrées par l'affaire Renault qui a suscité une vive polémique en 2016. Un vote défavorable avait été émis par les actionnaires quant à la rémunération du président-directeur général, Carlos Ghosn. En application des recommandations du code Afep-Medef, le comité des rémunérations et le conseil d'administration ont délibéré à ce sujet et ont décidé de maintenir la rémunération désapprouvée. En soi, la recommandation du code Afep-Medef avait été rigoureusement appliquée par les dirigeants de la société Renault : mise en place du vote consultatif des actionnaires, délibération du conseil d'administration en cas de vote négatif et communication des suites données. Toutefois, les conséquences n'ont pas été celles espérées, ce qui semble tout à fait logique au regard de l'ancienne rédaction du code Afep-Medef. En effet, la recommandation relative au mécanisme du « *say on pay* » ne contraignait pas les dirigeants à se soumettre à l'avis des actionnaires.

²¹ Recommandations n°26.1 et 26.2, Code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées, Afep-Medef, janvier 2020.

²² Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

²³ Décret n° 2017-340 du 16 mars 2017 relatif à la rémunération des dirigeants et des membres des conseils de surveillance des sociétés anonymes cotées

41. A la suite de cette affaire, le HCGE avait réagi, considérant que les dirigeants de Renault devaient prendre en compte « les réactions des autres parties prenantes de l'entreprise, et de l'opinion générale »²⁴. Si l'on aurait pu s'attendre à une modification du code Afep-Medef en ce sens, rendant ainsi le vote consultatif et son suivi impératifs, c'est le législateur qui est finalement intervenu, consacrant le « *say on pay* » au niveau législatif. Son empressement a, par ailleurs, suscité quelques critiques dans la mesure où une directive européenne relative à la rémunération des dirigeants a été adoptée en 2017 par le Parlement européen²⁵ ; les dispositions législatives auraient ainsi pu intégrer l'ensemble des exigences européennes. En revanche, la sévérité de la loi a reçu un accueil plutôt positif en ce sens qu'un dispositif similaire a été mis en place au Royaume-Uni et a eu pour effet d'améliorer le dialogue entre les actionnaires et les dirigeants.

42. Outre les difficultés classiques dont souffrent le principe *comply or explain*, et qui amènent à une concurrence de la loi, le manque de normativité qu'induit sa nature découle sur un système d'autorégulation. Cela veut dire que l'on exige des acteurs privés qu'ils mettent en application les règles dont ils sont à l'origine.

B) Les origines des règles de droit souple critiquées

43. Dès lors que l'on attend des acteurs privés qu'ils soient à l'origine des règles dont ils font ensuite l'application, cela peut amener à des difficultés, d'une part, en termes d'instabilité juridique pour les entreprises (1) ; d'autre part, en termes de légitimité, ces acteurs ne bénéficiant pas de la même autorité que le législateur (2).

1. Un principe de droit souple, source d'instabilité juridique

44. Un des reproches que l'on peut faire aux codes de gouvernance - et à tout autre texte de droit souple - concerne l'instabilité juridique que cela peut amener pour les acteurs privés. Si le Conseil d'Etat a formulé plusieurs causes à cela, à savoir « l'incertitude sur la portée de l'instrument, les contradictions entre plusieurs instruments de droit souple et l'insuffisance de

²⁴ AMIOT Maxime, Rémunération : Le rappel à l'ordre du patronat français à Carlos Ghosn, *Les Echos*, 26 mai 2016.

²⁵ Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.

leur diffusion »²⁶, il s'est également intéressé aux coûts que pouvait induire le droit souple et qui s'avéraient parfois plus importants que ceux du droit dur.

45. Tout d'abord, à raison de l'absence ou l'insuffisante publicité des instruments de droit souple, le coût d'acquisition de l'information s'avère particulièrement élevé pour les acteurs privés qui doivent se conformer à la règle. Par ailleurs, on trouve également tous les coûts liés à la mise en œuvre de ces nouvelles règles qui, en matière de gouvernance, impactent tant les dirigeants que les salariés (notamment, les services juridiques qui doivent s'appropriier et comprendre l'impact de ces nouvelles règles). Le coût de mise en conformité n'est pas propre au droit souple puisque l'on trouve les mêmes problématiques dans le cadre du droit dur, toutefois, l'instabilité des règles de *soft law* et leur changement permanent peuvent amener à ce que les acteurs privés soient sans arrêt contraints à se conformer, les règles précédentes étant devenues obsolètes.

Cela peut avoir un impact négatif sur les agents privés, ces derniers se refusant à faire application des règles de gouvernance actuelles dans l'anticipation des règles à venir. Ainsi, les entreprises, en raison de changements trop rapides, vont éviter de mettre en place certaines normes jugées trop coûteuses, dans l'attente des modifications juridiques futures. Cela entraîne bien évidemment une non-conformité aux codes de gouvernance assez importante.

46. Par ailleurs, la manière dont sont produits les codes est elle-même porteuse d'une certaine instabilité juridique. En effet, si les règles de gouvernance sont amenées à être modifiées trop rapidement et régulièrement, cela peut entraîner une certaine confusion quant à savoir quelles pratiques doivent être appliquées, d'autant plus que la forme des recommandations ne facilite pas la tâche. Cette incertitude peut découler sur la prise de décisions inefficaces en matière de gouvernance.

On constate également qu'une pluralité d'acteurs privés est impliquée dans la rédaction des codes de gouvernance. Dès lors qu'il existe une pluralité de codes, et donc d'auteurs, on peut s'attendre à une certaine concurrence entre ces derniers. Comme on l'a dit précédemment, le législateur français laisse le choix entre deux codes de gouvernance, à savoir le code Middenext et le code Afep-Medef. Il aurait peut-être été préférable d'imposer un code unique, comme ont pu le faire certains Etats. Au Royaume-Uni, par exemple, le *Combined Code* est obligatoirement imposé en tant que référentiel pour les entreprises.

²⁶ Conseil d'Etat, *Etude annuelle 2013 : Le droit souple*, octobre 2013.

47. L'instabilité juridique n'est pas une difficulté propre au droit souple puisque, dans certaines matières, les dispositions législatives peuvent faire l'objet de changements réguliers, si bien que cela peut amener aux mêmes conséquences. Toutefois, malgré le caractère relativement éphémère des règles, le droit dur dispose d'une légitimité à laquelle la *soft law* ne peut pas prétendre.

2. La légitimité des acteurs à l'origine des codes de gouvernance remise en cause

48. Outre la profusion des acteurs participant à l'élaboration des règles de gouvernance, une autre difficulté que peut poser l'autorégulation concerne la légitimité de ces acteurs. Il s'agit d'un élément déterminant dans l'adhésion des acteurs privés aux codes de gouvernance. En effet, pour pouvoir appliquer les codes de gouvernance, les entreprises doivent pouvoir s'identifier aux auteurs de ces normes. Cette dimension est d'autant plus importante que le principe *comply or explain* offre une alternative et autorise les entreprises à écarter les recommandations des codes de gouvernance. Sur cet aspect, on peut considérer que les organismes à l'origine des codes sont suffisamment représentatifs des entreprises, dans la mesure où il s'agit d'associations et de syndicats d'entreprises. Ces derniers sont donc tout à fait à même d'identifier les besoins des sociétés en matière de bonne gouvernance.

Toutefois, on avait déjà pu émettre la critique selon laquelle le code Afep-Medef n'était pas suffisamment représentatif des entreprises de moyenne et petite valeur, ce qui explique notamment leur faible adhésion à ce référentiel et la nécessité de créer un second code plus en adéquation avec leurs spécificités.

49. La définition des pratiques de bonne gouvernance ne faisant pas l'objet d'un consensus, on peut également regretter que les pratiques dites de bonne gouvernance, présentées par leur rédacteur comme des normes de qualité, relèvent de l'interprétation d'organismes privés. Ce sont eux, en fonction de leurs intérêts et de leurs caractéristiques, qui vont déterminer ce que sont les standards de gouvernance. Or, on pourrait considérer qu'en la matière, le législateur ou une autorité publique aurait été davantage compétent pour définir *a minima* les pratiques de bonne gouvernance afin que leur légitimité ne soit pas remise en cause. En ce sens, on peut d'ailleurs envier le système mis en place au Royaume-Uni puisque, en plus d'imposer un seul code en tant que référence nationale, celui-ci est rédigé par le FRC, qui est une autorité publique. Si on avait mis en place un système équivalent, on aurait pu exiger de l'AMF, par exemple, qu'elle soit à l'origine des codes de gouvernance.

50. Enfin, si le cadre mis en place ne pose pas de difficultés quant à la représentativité des entreprises, il peut en revanche en poser s'agissant de la représentativité des tiers et des parties prenantes, à savoir les investisseurs, salariés, etc. Par exemple, le Medef étant un syndicat patronal, on pourrait lui reprocher de ne pas suffisamment prendre en compte l'intérêt des salariés. Pour autant, la production des règles de bonne gouvernance concerne l'ensemble de ces acteurs en ce qu'ils sont également impactés par ces pratiques.

Toutefois, c'est une critique qui n'est pas restée inentendue puisque le code Afep-Medef précise, en son préambule, que « depuis 2013, les révisions du code donnent lieu à une large consultation publique des acteurs concernés et notamment des pouvoirs publics, des associations d'actionnaires, des investisseurs, des agences de conseil en votes, etc. » Il en va de même pour le code Middlenext qui mentionne l'importance de la « collaboration avec des praticiens et des experts aux compétences complémentaires : investisseurs, analystes financiers, administrateurs, agences de notation, commissaires aux comptes, avocats, consultants... »

51. En théorie, le principe *comply or explain* permet d'assurer effectivement une bonne application des codes de gouvernance. En effet, en faisant de la conformité la règle par défaut, les entreprises auront bien évidemment tendance à se tourner vers les recommandations. Toutefois, si ce principe reste un instrument de *soft law*, on peut douter de sa réelle effectivité. Par ailleurs, et malgré les inconvénients propres au droit souple, le principe souffre également de difficultés qui lui sont propres.

Section 2 : L'ensemble du principe affecté par les difficultés respectives liées à la mise en œuvre du *comply* et du *explain*

52. Malgré ce que l'on pourrait penser, les codes de gouvernance, même s'ils sont créés à destination des entreprises, ne sont pas des plus aisés à mettre en œuvre. Aussi, des difficultés quant à l'application des référentiels peuvent nuire à l'exigence du *comply* (A). Une critique du même type peut être adressée à l'égard de l'aspect *explain* qui, en raison de sa trop grande faiblesse, vient déséquilibrer l'ensemble du principe (B).

§1 L'exigence de conformité remise en cause par la qualité des référentiels

53. Dès lors que le premier aspect du principe *comply or explain* renvoie à des textes extérieurs, sa bonne application peut souffrir de difficultés qui sont propres à la nature de ces textes. S'agissant des codes de gouvernance, on constate, en effet, que la forme des recommandations peut grandement nuire à leur application (1). Par ailleurs, la très grande subjectivité que l'on peut leur prêter peut amener à des divergences d'interprétation et donc des applications différentes (2).

A) Le contenu des codes de gouvernance desservi par leur forme

54. Si l'on a déjà évoqué la concurrence entre instruments de *soft law* et *hard law*, en matière de gouvernance d'entreprise, on constate que cette concurrence existe au sein même des codes de gouvernance qui mêlent à la fois dispositions législatives et règles pures de *soft law* (1). Par ailleurs, on peut également se questionner quant à la dynamique qui existe entre ces règles de *soft law*, celles-ci semblant se différencier quant à leur degré d'intensité (2).

1. Une imbrication entre éléments de droit souple et droit dur

55. Une première question qui s'est posée était de savoir quelle était la place du principe *comply or explain* et de la *soft law* au regard des normes impératives en matière de bonne gouvernance. Loin d'apporter une réponse, les codes de gouvernance compliquent au contraire la tâche, puisque l'on constate qu'un certain nombre de recommandations reprennent des dispositions législatives. Certaines obligations légales se retrouvent ainsi au cœur de textes relevant du droit souple. A titre d'exemple, le code Afep-Medef énonce que « le conseil d'administration exerce les missions dévolues par la loi »²⁷ et renvoie tout simplement à l'article L.225-35 du Code de commerce concernant les compétences dévolues au conseil d'administration. Il ne s'agit pas d'un exemple isolé dans la mesure où un grand nombre de sections du code Afep-Medef - tant sur le conseil d'administration, le statut des administrateurs ou la rémunération des dirigeants, etc. - reprend les dispositions du Code de commerce.

²⁷ Recommandation 1.1, Code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées, Afep-Medef, janvier 2020.

56. Si le choix de reprendre des dispositions législatives n'est pas anodin, on peut se questionner quant aux raisons qui viennent le justifier. On pourrait tout d'abord penser qu'il existe une complémentarité entre éléments de *soft law* et de *hard law*. Les recommandations n'apportent aucune explication ou précision supplémentaire quant à l'application des dispositions législatives. En revanche, on pourrait considérer qu'il s'agit d'un phénomène de simplification de la loi : les recommandations sont vectrices des dispositions législatives et incitent les acteurs privés à mieux les comprendre et donc mieux se les approprier. Il s'agirait de légitimer la loi au travers des textes de droit souple.

Toutefois, on peut aisément nuancer ce propos dans la mesure où l'on a déjà émis quelques doutes quant à la légitimité de la *soft law*. Il serait peu pertinent de recourir à cet élément pour promouvoir la *hard law*. On pourrait également raisonner dans le sens inverse et considérer que les dispositions législatives intégrées aux codes de gouvernance ont vocation à leur conférer un aspect solennel et, donc, davantage, de légitimité. La *hard law* serait ainsi l'instrument de la légitimité de la *soft law*.

57. Dans le même ordre d'idées, on pourrait considérer que les recommandations sont en premier lieu testées sous la forme de droit souple, avec une faible contrainte, pour ensuite être reprises en tant que dispositions législatives, une fois ces éléments appropriés par les acteurs privés. En effet, le professeur Ulrika Mörth évoque la distinction entre les règles de *soft law* indépendantes de la *hard law* et les règles ayant vocation à intégrer le corpus législatif²⁸. Les recommandations des codes relèveraient ainsi de la seconde catégorie. Le succès de l'autorégulation des acteurs privés serait une étape préalable à la consécration de ces règles en tant que dispositions législatives.

58. A l'inverse d'une complémentarité, la cohabitation entre règles de droit souple et droit dur au sein d'un même corps de textes pourrait amener à une diminution respective de leur efficacité. Les dispositions légales prendraient le dessus sur les règles de droit souple ou inversement. Cela serait préjudiciable dans la mesure où la *soft law* n'a pas vocation à se substituer aux textes légaux, de même que les dispositions légales s'appuient, en la matière, sur des éléments de *soft law*. S'agissant des pratiques de bonne gouvernance, on aurait ainsi plus tendance à croire que l'ensemble des dispositions tendent à s'harmoniser plutôt qu'à s'affronter.

²⁸ MORTH Ulrika, *Soft Law and New Modes of EU Governance – A Democratic Problem?* Paper presented in Darmstadt, Novembre 2005.

Dans le cas contraire, cela reviendrait à se questionner de nouveau sur la place de la *soft law* au regard du droit dur.

59. Si la présence de dispositions législatives au sein des codes de gouvernance pose difficultés, on aurait pu attendre des recommandations qu'elles énoncent des pratiques claires et suffisamment précises pour bénéficier d'une applicabilité immédiate. Toutefois, la rédaction même de ces règles peut prêter à confusion.

2. Une confusion quant à la force des recommandations

60. Outre les difficultés que l'on a pu formuler précédemment quant à la forme des recommandations, on peut également adresser une autre critique - toujours sur un plan formel - qui s'intéresse au degré d'intensité ou de contrainte entre les différentes recommandations au sein des codes. On peut dès lors comparer au modèle français le modèle allemand dont la structure n'est pas tout à fait la même.

61. L'Allemagne a publié en 2002 son code de gouvernement d'entreprise ; il s'agit du *Deutscher Corporate Governance Kodex*. Contrairement aux codes de gouvernance français, le code allemand pose clairement la nature juridique des dispositions qu'il contient et qui sont au nombre de trois. « *The German Corporate Code contains principles, recommendations and suggestions for the Management Board and Supervisory Board that are intended to ensure that the company is managed in its best interests.* »²⁹ On compte les dispositions légales en vigueur, simplement reproduites dans le code, les recommandations (*Empfehlung*) et les suggestions (*Anregung*). Dès lors, il est plus simple d'identifier le niveau de contrainte associé à ces diverses règles. Si les dispositions légales sont bien évidemment obligatoires, il existe une nuance entre les recommandations et les suggestions.

62. En effet, les recommandations doivent être appliquées par les sociétés ; à défaut, elles doivent expliquer les raisons pour lesquelles elles s'en écartent et justifier des pratiques mises en place. Il s'agit de l'équivalent des recommandations des codes de gouvernance français. Leur application suit le principe du *comply or explain*. Le code allemand justifie cette liberté par la possibilité pour les entreprises d'adapter leurs règles de gouvernance à leur secteur d'activité

²⁹ Foreword, *The UK Corporate Governance Code*, FRC, July 2018.

ou leurs spécificités. Enfin, les suggestions sont libres d'être suivies ou non par les entreprises. Toutefois, leur défaut d'application n'entraîne pas la nécessité de s'expliquer quant aux raisons de ce choix.

Même si la délimitation entre les trois catégories n'est pas toujours exacte, le code allemand indique, dans son préambule, la manière de différencier les recommandations des suggestions. Ainsi, les recommandations s'identifient par l'emploi du terme *soll*³⁰ qui signifie « doit » tandis que les suggestions se reconnaissent par l'emploi des mots *sollte* ou *kann*³¹ qui signifient « devrait » et « peut ». Les entreprises peuvent donc faire la différence entre les deux types de normes, ce qui va conditionner l'application du principe *comply or explain*.

63. Les codes de gouvernance français sont loin de faire cette distinction, ce qui laisserait penser que toutes les règles énoncées ont force de recommandations et amènent donc à la mise en œuvre du principe *comply or explain*. Toutefois, si l'on s'intéresse davantage aux termes employés par les recommandations du code Afep-Medef, ceux-ci peuvent prêter à confusion et nous amener à penser qu'il existe une différence de nature entre elles. En effet, on constate que les termes « doit » ou « ne doit pas » sont utilisés si bien que l'on aurait tendance à croire que ces recommandations ont force obligatoire. D'autres règles mentionnent les termes « peut » ou « il est recommandé », ce qui, cette fois, peut laisser penser qu'il ne s'agit que de simples suggestions. D'autres fois, aucun de ces termes n'est employé si bien que l'on peut hésiter quant à la force des recommandations. Toutefois, et malgré ces différences formelles, le code Afep-Medef présente des recommandations qui sont bien de même force.

S'agissant du code Middlenext, la distinction entre « points de vigilance » et « recommandations » peut laisser penser que les premières règles sont de plus faible intensité que les secondes. Toutefois, l'utilisation des termes « doit » et « il est recommandé » dans les deux types de règles peut, là encore, prêter à confusion. Il conviendrait donc, soit de modifier les termes employés, soit de s'exprimer clairement sur une impérativité différente des règles, comme peut le faire le code allemand.

64. Les codes de gouvernance, en plus de présenter des inconvénients sur le plan strictement formel, à raison de la confusion entre normes impératives et règles de *soft law* à la formulation incertaine, peuvent également faire l'objet de critiques sur le plan matériel. En effet, certaines

³⁰ *Shall* dans le texte.

³¹ *Should* dans le texte.

des recommandations énoncées par ces codes sont particulièrement subjectives et ne se prêtent pas à une application concrète.

B) Des difficultés d'interprétation en raison de la subjectivité des recommandations

65. Un certain nombre de recommandations, qu'elles relèvent du code Afep-Medef ou Middenext se contentent d'énoncer les grandes lignes que les sociétés doivent suivre (1) sans pour autant s'intéresser à leur mise en pratique. On peut notamment s'appuyer sur l'exemple des administrateurs indépendants et de la déontologie des administrateurs pour illustrer notre propos (2).

1. *Les recommandations, entre vœux pieux et exigences réalistes*

66. Si les codes de gouvernance avaient vocation à s'adresser à tout type de sociétés, on pourrait comprendre cette généralité. Toutefois, nous avons évoqué précédemment l'idée selon laquelle ces codes, notamment, le code Afep-Medef, s'adressent à une forme sociétaire en particulier - les sociétés anonymes à conseil d'administration - on aurait donc pu attendre davantage de précisions quant aux mesures à appliquer. Outre les difficultés liées à la mise en œuvre de ces recommandations, leur manque de précisions et leur subjectivité peuvent amener les entreprises à en faire des interprétations différentes. Or, on peut se demander si toutes les interprétations d'une même recommandation sont valables ou s'il est nécessaire d'orienter les acteurs privés dans un sens particulier.

67. En ce sens, on peut notamment souligner que les sociétés ne sont pas seules dans la mise en œuvre des codes de gouvernance puisqu'il existe des guides d'application destinés à les orienter dans cette démarche. On pense notamment au guide d'application du code Afep-Medef publié par le HCGE qui a pour objet de « préciser l'interprétation retenue par le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise pour certaines recommandations du Code Afep-Medef »³². Toutefois, on peut mentionner deux difficultés concernant ce guide d'application. La première est qu'il ne concerne pas l'ensemble des recommandations du code Afep-Medef, ce qui laisse

³² HCGE, Guide d'application du code Afep-Medef de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de janvier 2020, Mars 2020.

substituer des zones d'ombres quant à l'application de certaines pratiques ; la seconde est qu'il ne donne que des interprétations et non pas des mesures d'application concrètes.

Il est toutefois difficile de faire de tels reproches aux guides d'application dans la mesure où ils se placent volontairement dans une démarche pédagogique. C'est le cas notamment du guide d'application du code Middlenext mais également du code en lui-même. En effet, on a précisé précédemment que ce dernier, en plus de formuler des recommandations, mentionnait également les éléments auxquels les entreprises devaient prêter une vigilance particulière. L'existence même de ces « points de vigilance » démontre la volonté de sensibiliser les entreprises plus que de les contraindre à certaines pratiques.

68. Ainsi, certaines recommandations sont si générales qu'elles apparaissent davantage comme des vœux pieux formulés à l'égard des entreprises plutôt que de véritables recommandations. Sans entrer dans le détail, on peut notamment mentionner la règle selon laquelle « les modalités de la rémunération variable annuelle doivent être intelligibles pour l'actionnaire »³³. Il n'y a pas de confusion possible quant au terme « intelligible », cependant, la recommandation ne formule aucune piste en faveur d'une meilleure compréhension des modalités de rémunération des dirigeants.

69. Si les recommandations des codes de gouvernance peuvent apparaître, sous certains aspects, davantage comme des souhaits sans grand effet juridique, la qualité « d'administrateur indépendant », notion qui regroupe des termes, au premier abord, opposés, vient illustrer ce propos.

2. L'exemple de l'indépendance et de la déontologie des administrateurs

70. De nombreux codes de gouvernance traitent de la question des administrateurs indépendants. Aussi, on trouve un large éventail de recommandations en ce qui concerne les modalités de nomination ou bien la proportion d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration. Si ces règles sont suffisamment explicites pour laisser peu de place à l'interprétation, il en est tout autre en ce qui concerne la définition et les critères de l'indépendance. On peut désigner l'administrateur indépendant comme une personne qui n'entretient aucun lien avec la société et qui ne peut donc être impliqué dans un quelconque

³³ Recommandation 25.3.2 du code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées, Afep-Medef, janvier 2020.

conflit d'intérêt. Les codes de gouvernance Afep-Medef et Middlenext traitent respectivement ce sujet en leur point 9 et R3. Ces derniers lient l'indépendance aux capacités décisionnelles et posent le principe selon lequel les liens d'intérêt qu'entretient un administrateur avec la société pourraient fausser son jugement.

Les codes de gouvernance dressent généralement les critères au regard desquels la qualification d'administrateur indépendant doit être débattue. Ils sont pour la plupart négatifs, l'indépendance ne pouvant être définie de manière positive. Autrement dit, on exige des administrateurs indépendants qu'ils n'aient pas occupé certaines fonctions et ou qu'ils n'entretiennent pas certains liens.

71. Ces critères sont similaires dans les codes Afep-Medef et Middlenext, bien que les modalités d'évaluation soient différentes. Dans l'ensemble, il est nécessaire de s'assurer que l'administrateur n'ait pas occupé des fonctions de salarié, dirigeant, client ou fournisseur de la société, commissaire aux comptes, qu'il n'entretient pas de lien familial avec un mandataire social ou qu'il ne soit pas en poste depuis plus de douze ans. Ces critères d'indépendance ne sont toutefois que de grandes lignes directrices pour le conseil d'administration qui peut également s'appuyer sur d'autres éléments pour évaluer l'indépendance. Le code Middlenext, par exemple, définit l'indépendance comme « un état d'esprit qui indique avant tout celui d'une personne capable d'exercer pleinement sa liberté de jugement et de savoir, si nécessaire, s'opposer, voire se démettre »³⁴. Il serait ainsi attendu de l'administrateur indépendant un ensemble de critères qui, pour certains, ne relèvent en rien de faits matériels appréciables mais bien d'une pure appréciation de l'esprit.

S'agissant de certaines des conditions matérielles, on peut tout de même se demander en quoi ces dernières sont réellement significatives d'une indépendance des administrateurs. On pense notamment à la durée du mandat fixée à un maximum de douze ans - soit deux mandats. Peut-on réellement considérer qu'un administrateur est indépendant vis-à-vis de la société lorsqu'il occupe ses fonctions depuis plus de six ans ?

72. Dans le même ordre d'idées, on peut également reprocher trop de subjectivité aux recommandations relatives au statut des administrateurs classiques. Le code Afep-Medef recommande que l'administrateur dispose de capacités de jugement, d'anticipation et soit

³⁴ R 3 : Composition du conseil – Présence de membres indépendants, recommandation, Code de gouvernement d'entreprise, Middlenext, septembre 2016.

« intègre, présent, actif et impliqué »³⁵. Là encore, ce sont des qualités particulièrement subjectives qui sont difficiles à évaluer. En effet, sur quels critères peut-on évaluer l'intégrité ou l'implication d'un administrateur ?

73. Bien que certaines difficultés viennent nuire à la mise en œuvre des codes de gouvernance, on constate que ceux-ci sont globalement bien respectés par les entreprises. Dans la mesure où l'*explain* souffre également de certains désavantages, cela peut amener à un déséquilibre entre les deux aspects du principe.

§2 Un principe à l'équilibre rompu en raison de la faiblesse de l'*explain*

74. L'*explain* peut tout aussi faire l'objet de nombreuses critiques dans la mesure où celui-ci souffre également de certains inconvénients. En effet, d'une part, les entreprises manquent de rigueur quant à la qualité des explications qu'elles fournissent (A), ce qui nuit, bien évidemment, au principe. D'autre part, la logique de standardisation qui gouverne les déclarations faites par les entreprises est peu compatible avec l'objectif de l'*explain* (B).

A) Une pratique peu usitée par les entreprises

75. La principale critique que l'on peut faire, dans la mise en œuvre de l'*explain*, concerne le manque de rigueur des entreprises quant aux explications transmises (1). Si ces dernières ont vocation à donner une image claire des pratiques qui se substituent aux règles des codes de gouvernance, on constate un manque d'encadrement de la part du législateur et des acteurs privés (2).

1. Un manque de rigueur quant à la qualité des informations transmises

76. En cas de non-conformité avec les recommandations données par les codes de gouvernance, les explications transmises par les entreprises sont censées permettre aux investisseurs d'effectuer un contrôle des justifications. Dans cette optique, il est donc nécessaire que ces explications soient suffisamment claires et précises pour être comprises. A l'inverse, le

³⁵ Recommandation 6.1 du code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées, Afep-Medef, janvier 2020.

contrôle est impossible si les sociétés ne fournissent aucune explication ou si les explications transmises sont insuffisantes, c'est-à-dire si elles manquent de clarté ou de contenu. Ce contrôle est également impossible si les entreprises pensent se conformer aux codes, sans l'être en réalité, ce qui amène à une absence de justification.

77. Le manque de qualité quant aux informations fournies est un problème récurrent qui a régulièrement été souligné par les autorités compétentes, que ce soit au niveau national ou européen. En effet, en 2011, la Commission européenne avait exprimé sa position quant à cette carence qualitative³⁶. A la suite, une recommandation européenne incitait les entreprises à transmettre des explications qui ne soient ni trop généralistes, ni trop étayées, pour rester compréhensibles aux yeux des investisseurs.

Au niveau national, on constate que des précisions quant à l'exigence de l'*explain* n'ont cessé d'être mentionnées par l'AMF qui, dans son rapport 2019, reproche le plus souvent, non pas un manque de clarté ou une insuffisance des explications, mais une généralisation des termes employés. S'agissant de l'HCGE, si ce dernier ne revient pas sur la qualité des informations relayées par les entreprises appliquant le code Afep-Medef, il précise tout de même que « le fait que ces explications soient reproduites dans le présent rapport n'implique pas qu'elles recueillent de ce fait l'approbation du Haut Comité »³⁷. Le HCGE s'est, entre autres, davantage intéressé aux proportions des entreprises fournissant des explications plutôt qu'à leur qualité.

78. Outre les coûts élevés qu'entraîne un effort de qualité quant aux explications fournies, le principal risque pour les entreprises serait de donner des explications qui seraient inexactes au regard des pratiques réellement mises en œuvre. Cela pourrait notamment aboutir à des conséquences négatives pour la société, sur un plan réputationnel mais aussi et surtout sur un plan légal. Dans le cas présent, ce ne serait pas l'absence d'explication mais plutôt des explications inexactes qui pourraient être sanctionnées. On pourrait penser que ces deux pratiques auraient des conséquences équivalentes pour l'entreprise et l'investisseur, ce dernier n'ayant pas une vision très claire des pratiques de gouvernance mises en œuvre. Toutefois, si rien ne vient réellement sanctionner un manquement au principe *comply or explain* - comme

³⁶ Commission européenne, *Livre vert : Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, avril 2011.

³⁷ HCGE, *Rapport du Haut Comité du gouvernement d'entreprise*, décembre 2019, p.24.

nous l'avons précisé précédemment - les fausses déclarations font en revanche l'objet de véritables sanctions pénales.

79. Ainsi, on peut reprocher aux entreprises un manque de rigueur quant aux explications fournies en cas d'écart par rapport aux recommandations des codes de gouvernance. Cela peut avoir d'importants impacts sur la transparence, élément en principe favorisé par le principe *comply or explain* et qui s'impose comme la contrepartie de la souplesse accordée aux entreprises. Les sociétés n'usent pas de la liberté que confère le principe puisque le taux de conformité aux codes de gouvernance est élevé tandis que les explications sont moins présentes et de médiocre qualité. Cela démontre bien que le recours aux explications pour déroger aux recommandations ne s'impose pas comme une réelle alternative aux yeux des entreprises, soit pour des raisons financières, soit parce que l'aspect *comply* peut s'avérer plus judicieux pour elles.

Toutefois, il serait faux de penser que la faiblesse de l'*explain* est uniquement liée aux comportements des entreprises ; celle-ci est aussi due à un manque d'encadrement du législateur et des organismes privés en la matière.

2. *L'absence d'encadrement législatif autour de l'explain*

80. Le Code de commerce est assez peu exhaustif sur la mise en œuvre du principe *comply or explain* puisqu'il précise simplement que les entreprises doivent mentionner « les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été »³⁸ sans s'intéresser davantage à la forme et au contenu des explications données par les entreprises. Par ailleurs, c'est ce même code qui autorise les entreprises à donner une explication générale lorsque celles-ci ne se réfèrent à aucun code de gouvernance. Cette possibilité peut entraîner un manque de transparence assez considérable puisque les entreprises n'ont pas à se justifier en détail sur les différents éléments de gouvernance mais bien uniquement sur la raison pour laquelle un code de gouvernance n'a pas été adopté.

81. En revanche, les codes de gouvernance sont plus précis à ce sujet puisque le code Afep-Medef s'attend à ce que l'explication fournie « soit compréhensible, pertinente et circonstanciée ». Cette dernière « doit être étayée et adaptée à la situation particulière de la

³⁸ Articles L.225-37-4 et L.225-68 du Code de commerce.

société et indiquer, de manière convaincante, en quoi cette spécificité justifie la dérogation »³⁹. Le code Middlednext, quant à lui, précise que le fait de s'expliquer, pour les entreprises, n'entraîne aucun jugement de valeur. « S'expliquer de manière circonstanciée et pertinente, c'est être conforme »⁴⁰.

On constate une approche similaire au sein du code de gouvernance britannique qui précise : « *An alternative to complying with a Provision may be justified in particular circumstances based on a range of factors, including the size, complexity, history and ownership structure of a company* »⁴¹. L'idée du code britannique est de donner à l'*explain* un aspect positif, en le présentant comme une opportunité de communiquer, non pas comme une contrainte pour l'entreprise. Malgré cela, il semblerait que les précisions des codes de gouvernance ne soient pas suffisantes au regard des manquements constatés.

82. Dans cette optique, on peut notamment préciser que les autorités régulatrices du marché ne sont pas restées silencieuses sur la question de l'*explain* puisqu'elles ont émis plusieurs recommandations à cet égard. En effet, l'AMF avait déjà formulé une exigence d'explications détaillées et circonstanciées de la part des entreprises. Aussi, celle-ci émet un rapport chaque année afin de conseiller les entreprises quant à l'application du principe *comply or explain* et la présentation des différentes recommandations du code Afep-Medef. Du côté britannique, le FRC, qui est compétent pour rédiger et amender le code, est intervenu à plusieurs reprises afin de renforcer les règles relatives au contenu des explications fournies par l'entreprise. Par ailleurs, ce dernier a également rédigé une note afin de définir le terme « *explanations* »⁴².

83. Si l'on peut juger comme médiocres les explications transmises, cela est essentiellement dû à une généralisation des termes qui se fait trop présente au sein de ces explications. Ce phénomène participe à une logique de standardisation des informations, incompatible avec la volonté de retransmettre les spécificités des entreprises.

³⁹ Recommandation 27.1 du code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées, Afep-Medef, janvier 2020.

⁴⁰ Préambule du code de gouvernement d'entreprise, Middlednext, septembre 2016.

⁴¹ Introduction, The UK Corporate Government Code, July 2016.

⁴² FRC, What constitutes an explanation under comply or explain? *Report of discussions between companies and investors*, February 2012.

B) Les incertitudes quant à la standardisation des informations en matière de gouvernance

84. La standardisation n'est pas nouvelle en matière de déclarations effectuées par les entreprises. Elle présente l'avantage d'une communication simplifiée des informations, qui peut s'avérer avantageuse en matière de gouvernance (1). Toutefois, cela n'est pas à généraliser car, dans le cadre spécifique de l'*explain*, les entreprises se voient souvent réprimandées pour leurs explications jugées trop générales et peu adaptées (2).

1. Une standardisation des explications utile pour les entreprises

85. L'AMF a pu constater, au fil des années, une standardisation des justifications apportées par les entreprises, qui sont générales et lacunaires quant aux dispositions mises en œuvre en lieu et place des recommandations des codes de gouvernance. Cette pratique peut avoir un intérêt pour les entreprises. En se cachant derrière des formules génériques, elles évitent ainsi de fournir trop d'informations tout en répondant, en principe, à l'exigence de l'*explain*. Il s'agit d'une manière de « se déresponsabiliser »⁴³ auprès des actionnaires ou investisseurs.

86. Toutefois, cette tendance à la standardisation profite tout autant à ces actionnaires et investisseurs. En effet, quel que soit le domaine, la transparence participe à la bonne gouvernance. Il est nécessaire pour les entreprises d'être claires et explicites quant à leur fonctionnement. Or, cette exigence de transparence nécessite que les informations communiquées soient homogènes ou le moins hétérogènes possible. Cette homogénéité permet aux investisseurs, dans le cadre de leur contrôle, d'effectuer des comparaisons entre les entreprises. Ainsi, c'est la discipline de marché qui requiert cette standardisation de l'information, de sorte que les investisseurs puissent exercer un contrôle efficace et inciter les entreprises à la mise en œuvre des bonnes pratiques de gouvernance. Par ailleurs, cette logique permet également une meilleure compréhension des pratiques appliquées par les investisseurs, qui ne vont pas automatiquement comprendre les subtilités liées aux spécificités propres des entreprises.

⁴³ HARNAY Sophie, SACHS Tatiana, DECKERT Katrin, LLENSE Fabienne, *L'efficacité des codes de gouvernance, Perspectives comparées et pluridisciplinaires, Rapport de recherche*, Mission de Recherche Droit et Justice, 2017, p.94.

87. On constate, par ailleurs, que les codes de gouvernance ou le HCGE incitent eux-mêmes à cette standardisation des informations. En effet, le code Afep-Medef propose, en annexes, plusieurs tableaux permettant de synthétiser les informations présentées par les entreprises. A cet égard, on trouve notamment une présentation des membres du conseil d'administration⁴⁴ ou bien un tableau de synthèse des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux, intitulé « présentation standardisée »⁴⁵. Le code se justifie par la nécessité « d'améliorer la lisibilité et la comparabilité des informations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux »⁴⁶. Le code Middlenext se trouve dans une logique similaire puisqu'il recommande également une communication des informations au travers de plusieurs tableaux.

S'agissant du HCGE, celui-ci émet plusieurs recommandations au sein du guide d'application du code Afep-Medef relatives, notamment, aux justifications apportées par les entreprises. La dernière partie du guide est consacrée aux informations à présenter dans le rapport annuel général mais également aux explications à fournir en cas de non-respect des recommandations. Ainsi, le guide du code Afep-Medef est complémentaire en ce qu'il tend lui-même à une standardisation des informations.

88. Si une standardisation des informations dans une meilleure logique de transparence et de communication est encouragée lors de la mise en œuvre du *comply*, lorsqu'il y a conformité aux recommandations des codes de gouvernance, c'est une pratique qui est, en revanche, à bannir dans le cadre de l'*explain*.

2. Une standardisation contraire à l'esprit du principe

89. Dans son rapport 2019, l'AMF émet de nombreuses critiques sur les justifications apportées par les entreprises, considérant qu'elles sont insuffisantes et manquent de pertinence par rapport au sujet abordé. Par exemple, l'autorité reproche aux entreprises de mettre systématiquement en avant « les diplômes et les compétences des administrateurs, leur capacité à avoir un esprit critique, du recul, une certaine liberté de parole ou encore leurs connaissances

⁴⁴ Présentation synthétique du conseil d'administration, annexe 3 du code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées, Afep-Medef, janvier 2020.

⁴⁵ Présentation standardisée des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux de sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, annexe 4 du code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées, Afep-Medef, janvier 2020.

⁴⁶ Ibid.

approfondies du groupe »⁴⁷ pour justifier l'indépendance des administrateurs après une durée de douze ans, alors même que ces « explications sont très subjectives et restent peu convaincantes »⁴⁸.

90. La standardisation des explications a pour effet de donner aux entreprises une image qui ne correspond pas à la réalité puisque ces standards ne retransmettent pas les spécificités propres des entreprises. Recourir à ces derniers conduit à nuire à l'efficacité du principe *comply or explain* puisque cette alternative a justement été créée pour permettre aux entreprises d'écarter les standards de gouvernement d'entreprises en raison de leurs particularités. Ce sont ces particularités qui permettent une dérogation aux recommandations posées par les codes de gouvernance.

Cette ambivalence peut amener à une certaine confusion pour les entreprises qui sont tiraillées entre, d'une part, une exigence de standardisation quant aux recommandations auxquelles elles se déclarent conformes, ceci dans un objectif de meilleure lisibilité et de synthèse de l'information ; d'autre part, une exigence de contextualisation qui conduit ces mêmes entreprises à formuler des explications précises et circonstanciées, ceci afin de déterminer les raisons pour lesquelles les critères du code se sont révélés inadaptés à leurs spécificités. De plus, quand bien même on se trouverait dans cette logique de contextualisation, on exigerait tout de même des entreprises qu'elles présentent ces informations - qui leur sont spécifiques, certes - d'une manière standardisée.

91. La pression liée au contrôle des investisseurs conduit les entreprises à opter pour une standardisation des informations, afin de s'insérer au mieux dans un marché « homogène », être comparables et donc compétitives par rapport aux autres entreprises. Dès lors, il faudrait assurer l'effectivité du principe *comply or explain* en associant la discipline de marché à des mesures légales, telles que des sanctions qui permettraient de condamner les mauvaises pratiques des entreprises. En effet, la faiblesse de l'*explain* nous amène à formuler deux conclusions. Tout d'abord, cela nuit à l'ensemble du principe puisque les entreprises n'usent pas pleinement des possibilités qui leur sont offertes. Par ailleurs, cela prouve que le respect du principe est moins fort que la pression exercée par les investisseurs auxquels les entreprises souhaitent plaire.

⁴⁷ AMF, *Rapport 2019 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, 3 décembre 2019, p.68.

⁴⁸ Ibid.

92. En raison des nombreuses critiques que l'on a pu développer à l'encontre du principe *comply or explain*, on peut évidemment douter de son efficacité. En effet, son statut de règle de droit souple ne lui assure pas la même effectivité qu'une disposition législative. De plus, il s'agit d'un mécanisme imparfait qui comprend encore des défauts, tant sur l'aspect *comply* que sur l'*explain*. Toutefois, il ne faut pas se limiter à ce constat puisqu'il existe un contrôle effectué par divers acteurs sur le marché qui permet de doter le principe d'une normativité. Cela est d'autant plus vrai qu'est en jeu la réputation des entreprises aux yeux des investisseurs. La pression du marché agit ainsi comme une véritable contrainte.

CHAPITRE 2 : L'APPLICATION DU PRINCIPE *COMPLY OR EXPLAIN* CONTROLÉE PAR LES ACTEURS DU MARCHÉ

93. Le contrôle du principe *comply or explain* fait intervenir plusieurs acteurs du marché, qui vont procéder à cette évaluation pour différentes raisons. Tout d'abord, certains acteurs agissent dans leur propre intérêt ; c'est le cas des investisseurs. Ces derniers faisant principalement jouer la concurrence entre les entreprises, il sera particulièrement important pour elles d'avoir bonne réputation sur le marché (Section 1). Par ailleurs, ce contrôle relève également d'autres organismes dont les missions sont spécialement dédiées à l'examen des pratiques de gouvernance (Section 2).

Section 1 : L'efficacité du principe influencée par la réputation des entreprises sur le marché

94. Les investisseurs s'imposent comme les premiers destinataires des informations transmises par les entreprises en matière de gouvernance. En effet, c'est sur cette base qu'ils vont exercer leur contrôle sur les sociétés et sélectionner celles dans lesquelles ils souhaitent investir (§2). Dès lors que les informations relatives à la gouvernance d'entreprise vont conditionner les choix des investisseurs, celles-ci vont revêtir une importance particulière sur le marché et devront, à ce titre, répondre à une exigence de qualité (§1).

§1 Les informations transmises par les entreprises essentielles à la mise en œuvre du contrôle

95. Les entreprises sont des acteurs essentiels dans la transmission des informations relatives à leur gouvernance, dans la mesure où elles ont une image claire des pratiques qu'elles mettent effectivement en œuvre. Une démarche active de leur part (B) est d'autant plus nécessaire que ces informations en matière de gouvernance sont très importantes pour les investisseurs, notamment, au regard du contexte actuel, favorable à la RSE (A).

A) La nécessité de transmettre une image positive au regard d'un contexte favorable à la RSE

96. La notion de bonne gouvernance est d'autant plus importante pour les entreprises qu'elle participe à leur réputation sur le marché. En effet, celles-ci seront plus à même de se conformer aux pratiques afin de véhiculer une bonne image auprès des investisseurs et consommateurs (1). Dans cette optique, les sanctions extra-juridiques venant entacher la réputation des entreprises peuvent avoir un fort impact et viennent contraindre les sociétés à se conformer au principe *comply or explain* (2).

1. *Le marché financier, véritable contrôleur du principe*

97. Au travers du principe *comply or explain*, les entreprises sont soumises à la pression de mettre en œuvre un certain nombre de pratiques considérées comme bénéfiques. En termes de réputation, il y a renversement de la logique. Les entreprises ne cherchent pas à envoyer un message positif en adhérant aux pratiques des codes de gouvernance mais à éviter d'émettre un signal négatif en s'abstenant de les appliquer⁴⁹. Dans la mesure où les codes cherchent à placer le *comply* et l'*explain* sur un même niveau, c'est à dire à encourager les entreprises à écarter les recommandations qui ne leur sont pas adaptées, la pression exercée ne conduirait pas uniquement à se référer à un code de gouvernance, mais tout simplement à mettre efficacement en œuvre le principe, l'information transmise ayant la même valeur que l'entreprise se conforme ou non.

98. La quête d'une bonne réputation est évidemment porteuse de gains économiques et financiers. Les premiers destinataires sont les investisseurs. Adhérer à un code de gouvernance revient à attirer leur attention sur la qualité de la gouvernance mise en œuvre au sein de l'entreprise et permet donc de se différencier de ses concurrents ou bien même d'être compétitif.

Dans cette optique, la référence à un code de gouvernance peut faciliter le jeu des entreprises dans la mesure où les investisseurs ont simplement à vérifier la conformité ou la non-conformité aux référentiels de gouvernance. Cela participe à favoriser la lisibilité et la compréhension des informations par les investisseurs qui ont uniquement à examiner les

⁴⁹ FASTERLING Bjorn, DUHAMEL Jean-Christophe, « Le Comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *Revue internationale de droit économique*, n°2, p.129-157.

pratiques de gouvernance contenues dans le code applicable à la société. Cette logique s'appuie également sur le postulat que l'entreprise possède une vision plus claire de sa gouvernance que les investisseurs, qui ne pourront s'informer en détail qu'à des coûts très élevés. Mettre en œuvre les référentiels de gouvernance, c'est envoyer un signal quant à la qualité réelle de la gouvernance de l'entreprise, tout en s'assurant que l'information sera rapidement comprise par l'investisseur.

99. Par ailleurs, les consommateurs s'imposent également comme des destinataires des informations puisqu'ils participent à l'augmentation des gains recherchée par les entreprises. Celles-ci sont ainsi soucieuses de l'image qu'elles renvoient, non seulement auprès des investisseurs, mais aussi auprès du public. La nécessité de transmettre une image positive peut amener les entreprises à se conformer à certains principes de gouvernance, touchant notamment à des problématiques auxquelles les consommateurs peuvent se montrer sensibles.

Une image négative auprès des consommateurs peut notamment avoir des conséquences particulièrement néfastes pour les entreprises. Leur mécontentement peut se manifester au travers d'actions de boycott ou de dénonciation. Dès lors, les consommateurs utilisent leur pouvoir d'achat là où ils ne disposent pas de droit de vote, contrairement aux actionnaires qui peuvent directement s'exprimer sur les politiques mises en place par la société. Cela peut entraîner des pertes éventuelles mais également influencer le cours de l'action des entreprises ; conséquences qui sont suffisantes pour les inciter à se conformer à certaines pratiques de gouvernance. Flückiger considère ainsi que la honte et la culpabilité sont des instruments permettant de faire respecter la *soft law*. « 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. »⁵⁰

100. On peut également souligner le fait que, dans certains pays, l'accès à la bourse est conditionné par le respect des référentiels de gouvernance. « *If observance of the code is a condition for listing, this leaves the corporation and its directors no choice but to agree to those terms.* »⁵¹ Dans ce contexte particulier, le respect des bonnes pratiques est une condition de cotation.

⁵⁰ FLUCKINGER Alexandre, « Pourquoi respectons-nous la soft law ? Le rôle des émotions et des techniques de manipulation », *Revue européenne des sciences sociales*, XLVII-144, 2009, p.73-103.

101. S'il n'existe pas de véritable mécanisme légal pour venir sanctionner la bonne application du principe *comply or explain*, il existe une pratique d'autant plus efficace que les entreprises accordent énormément d'attention à maintenir leur réputation sur le marché. Les autorités publiques ont pris conscience de cet élément au travers d'une sanction un peu particulière.

2. *L'efficacité de la sanction « name and shame » dans ce contexte réputationnel*

102. Dans le cadre des sanctions extra-juridiques visant à jouer sur la réputation des entreprises, on trouve la pratique du « *name and shame* » qui signifie littéralement « nommer et faire honte ». Cela consiste notamment à exposer au public les mauvaises pratiques d'une entreprise, que ce soit au regard de la loi, de l'éthique ou, plus spécifiquement, en matière de bonne gouvernance.

103. Si ce procédé est généralement utilisé par les médias, en matière de bonne gouvernance, c'est l'AMF qui pratique une forme de « *name and shame* ». A l'occasion des rapports qu'elle publie chaque année, elle s'intéresse à un nombre assez conséquent d'entreprises et n'hésite pas à nommer les mauvaises pratiques de chacune d'entre elles. A titre d'exemple, dans son rapport 2019, elle indique que les sociétés Danone et Mercialys n'interdisaient pas, dans leur règlement intérieur, aux administrateurs en situation de conflit d'intérêts d'assister à un débat⁵². A cette suite, l'entreprise Danone a modifié son règlement intérieur, ce qui témoigne des effets que peut avoir une telle pratique, surtout pour ce type d'entreprises qui témoignent de leurs préoccupations quant à la RSE et aux pratiques de bonne gouvernance.

On peut souligner la singularité de cette sanction en droit comparé, la France étant un des seuls pays à l'exercer, surtout par le biais d'une autorité publique. En comparaison, ce procédé n'est pas utilisé au Royaume-Uni où il revient aux acteurs de réguler le marché, sans intervention de l'autorité publique. On peut comprendre par-là que seuls des organismes ou acteurs privés sont susceptibles de dénoncer les mauvais comportements d'une entreprise. En France, le fait qu'une autorité publique utilise une telle sanction peut avoir une influence conséquente sur le marché, dans la mesure où elle dispose d'une légitimité que les acteurs privés

⁵¹ HOPT Klaus, "Comparative Corporate Governance : The State of the Art and International regulation", *Law Working Paper*, n°170/2011, January 2011, p.14.

⁵² AMF, *Rapport 2019 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, décembre 2009, p.40.

ne peuvent remettre en cause. Toutefois, l'AMF l'utilise de manière prudente tandis que le HCGE indique que cette pratique, « qui reste mesurée »⁵³, peut avoir un effet incitatif.

104. Malgré son utilisation limitée, l'efficacité du « *name and shame* » est étroitement liée à la réputation des entreprises et à l'importance qu'elle revête sur le marché. « Les procédés dits de *naming and shaming* consistant à dénoncer publiquement des individus, des organisations ou des Etats afin de provoquer l'indignation, la colère, la rage ou le dégoût misent sur ces mêmes ressorts »⁵⁴, à savoir l'idée qu'une atteinte à la réputation des entreprises aura nécessairement des conséquences néfastes pour elles.

Dans la mesure où la pratique du « *name and shame* » peut considérablement impacter les entreprises, celles-ci sont soumises à une forme de pression, ce qui les pousse à emprunter une démarche active dans la transmission des informations et à améliorer la qualité de leur déclaration en matière de gouvernance.

B) Une responsabilisation des entreprises remise en cause par la pression exercée sur le marché

105. Au travers du principe *comply or explain*, l'idée n'est pas tant d'assurer la mise en œuvre de meilleures pratiques de gouvernance que de sensibiliser et responsabiliser les entreprises sur ces pratiques (1). Toutefois, malgré cette volonté, la pression du marché financier est telle que cela peut inciter les entreprises à détourner le principe de son but initial (2).

1. Les entreprises responsabilisées au travers de l'élaboration de l'information

106. Même si les entreprises ont une meilleure vision de leur gouvernance que des intervenants extérieurs, qu'il s'agisse des organismes privés ou publics, se conformer aux codes de gouvernance ou se justifier en cas de manquement imposent nécessairement qu'elles comprennent les référentiels de gouvernance et qu'elles questionnent leurs propres pratiques au regard de ces standards. Toutefois, une difficulté réside dans la grande marge d'interprétation des recommandations qui peut leur prêter diverses finalités ; difficulté essentiellement due à la

⁵³ HCGE, *Rapport du Haut Comité du gouvernement d'entreprise*, décembre 2019, p.9.

⁵⁴ FLUCKINGER Alexandre, « Pourquoi respectons-nous la soft law ? Le rôle des émotions et des techniques de manipulation », *Revue européenne des sciences sociales*, XLVII-144, 2009, p.73-103.

formulation trop générale des codes de gouvernance. Ainsi, « la conclusion au terme de laquelle la société applique les préceptes de gouvernance résulte d'une appréciation qui pourra ne pas être partagée de manière identique avec les investisseurs »⁵⁵.

107. Si la mise en œuvre des pratiques de gouvernance ou l'élaboration des explications en cas d'écart avec les recommandations demande une participation active des actionnaires, il se peut que certains d'entre eux se désintéressent de la gouvernance. C'est le cas, notamment des « passagers clandestins »⁵⁶ dont les droits de vote minoritaires ne permettent pas d'exercer une véritable influence sur la prise de décisions ; ou bien des investisseurs ayant la volonté de revendre rapidement leurs titres. Ces actionnaires vont s'écarter de la prise de décision, pensant que leur vote n'aura pas d'impact sur l'élaboration des justifications et ne vont pas pour autant s'allier à d'autres actionnaires minoritaires se trouvant dans la même situation, en raison du coût économique trop important. On constate donc qu'il peut y avoir un désintérêt de la part des actionnaires qui ne peuvent réellement s'informer sur l'application des codes de gouvernance.

Toutefois, d'autres investisseurs permettent de rééquilibrer la balance. Il s'agit des investisseurs institutionnels tels que les assurances, les banques ou les OPCVM qui disposent de droits importants dans l'actionnariat des sociétés. Ces derniers ont la capacité d'exprimer leurs avis sur les pratiques mises en œuvre par les sociétés et, notamment, de les inciter à changer certains comportements.

108. Par ailleurs, les entreprises bénéficient d'un contrôle interne par le biais des commissaires aux comptes puisque le Code de commerce prévoit que ces derniers émettent des observations quant aux informations liées à la composition du capital de la société et relèvent de l'existence des informations mentionnées à l'article 225-37-4, notamment, de l'application d'un code de gouvernance et de la mise en œuvre du principe *comply or explain*⁵⁷. Les commissaires aux comptes sont chargés d'un contrôle d'appréciation sur les informations consignées dans le rapport de gouvernement d'entreprise puisqu'ils sont chargés de transmettre aux comités d'audit « les faiblesses significatives du contrôle interne, pour ce qui concerne les

⁵⁵ FASTERLING Bjorn, DUHAMEL Jean-Christophe, « Le Comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *Revue internationale de droit économique*, n°2, p.129-157.

⁵⁶ HARNAY Sophie, SACHS Tatiana, DECKERT Katrin, LLENSE Fabienne, *L'efficacité des codes de gouvernance, Perspectives comparées et pluridisciplinaires, Rapport de recherche*, Mission de Recherche Droit et Justice, 2017, p.96.

⁵⁷ Article 225-235 du Code de commerce.

procédures relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière »⁵⁸.

109. Dès lors que les entreprises sont maîtresses des informations qu'elles transmettent aux investisseurs en matière de gouvernance, ceux-ci sont dans l'obligation de s'en remettre à la bonne foi de ces déclarations. Toutefois, la pression exercée sur le marché et l'absence d'un véritable contrôle peuvent conduire les sociétés à certaines dérives.

2. La pression du marché génératrice de dérives au sein des entreprises

110. On a précisé précédemment que la pression des investisseurs était particulièrement forte sur les entreprises, de même que l'incitation à se conformer aux standards de gouvernement d'entreprise. Si cette pression peut avoir un effet contraignant sur l'entreprise en ce sens qu'elle va tendre vers une application consciencieuse du principe *comply or explain*, cela peut également amener à des dérives de la part des sociétés, qui restent maîtresses des informations qu'elles transmettent. En pratique, il est courant que certaines d'entre elles utilisent les clauses standards ainsi que la pratique du *box-ticking*.

111. La pratique du *box-ticking* consiste, pour les entreprises, à automatiquement mettre en œuvre les recommandations des codes de gouvernance, sans pour autant que cela n'entraîne de réel changement au sein de la société. Cela doit être différencié des formulations de type *tick box*, parfois utilisées par les codes de gouvernance, notamment le code britannique, et qui reviennent à cocher des cases selon les recommandations auxquelles les entreprises se conforment ou non. Les entreprises auraient donc tendance à interpréter de manière extensive les recommandations du code afin de se déclarer conformes ou bien même d'effectuer cette déclaration sans même se conformer.

Cela peut également expliquer qu'il y ait une différence entre les sociétés qui déclarent se conformer et celles qui font réellement application des référentiels de gouvernance. Il faudrait donc envisager les pourcentages fournis dans les rapports de l'HCGE et de l'AMF avec du recul. Dans cette optique, certains auteurs ont proposé un calcul des taux de conformité, en distinguant entre les recommandations qui sont régies par la loi et donc obligatoires, et les

⁵⁸ Article L.823-16 du Code de commerce

recommandations qui relèvent du principe *comply or explain*⁵⁹. Une telle méthode de calcul permettrait de mieux rendre compte de la conformité des entreprises avec les codes de gouvernance.

112. Plusieurs éléments peuvent expliquer une telle réaction des entreprises. Tout d'abord, il s'agit des coûts liés aux explications en cas d'écart avec les recommandations des codes ou des coûts provenant d'une mise en conformité effective avec ces recommandations. Toutefois, cette « *box-ticking approach* » s'explique essentiellement par le comportement des investisseurs sur le marché qui vont simplement vérifier si les entreprises se conforment ou non, et vont privilégier celles qui font effectivement application des codes de gouvernance. Ainsi, les entreprises ne font que s'adapter aux pratiques des investisseurs, sur le marché, et ne leur font pas confiance pour évaluer et comprendre les raisons pour lesquelles elles ne se conforment pas.

113. Il semble évident que les clauses standards ainsi que la pratique du *box-ticking* résultent d'une utilisation opportuniste du principe *comply or explain*. Or, de telles dérives sont avant tout liées aux modalités d'adhésion aux codes de gouvernance, à savoir une adhésion volontaire et facultative. C'est justement parce que le principe *comply or explain* offre une alternative déséquilibrée aux entreprises, où le fait de se conformer a davantage d'impact que les explications en cas d'écart, que de telles pratiques sont utilisées par les entreprises. Toutefois, cela n'est pas seulement dû à la nature même du principe, mais aussi au contrôle des investisseurs sur le marché financier.

114. Les informations, en matière de gouvernance, disposent d'une valeur d'autant plus importante que les investisseurs effectuent un contrôle rigoureux des pratiques mises en œuvre au sein des entreprises. En effet, il s'agit des premiers destinataires de ces informations, dans la mesure où ils vont ensuite investir dans les sociétés les plus compétitives en termes de performances financières et extra-financières.

⁵⁹ HARNAY Sophie, SACHS Tatiana, DECKERT Katrin, LLENSE Fabienne, *L'efficacité des codes de gouvernance, Perspectives comparées et pluridisciplinaires, Rapport de recherche*, Mission de Recherche Droit et Justice, 2017, p.80.

§2 Les investisseurs, principaux destinataires des informations en matière de gouvernance d'entreprise

115. Dans le cadre de leur contrôle sur le marché financier, il est primordial pour les investisseurs d'avoir accès aux informations relatives à la gouvernance des entreprises (A). En effet, même si elles relèvent de la dimension extra-financière, ces informations sont des données essentielles dans la prise de décisions des investisseurs. Toutefois, on constate que le critère financier reste prédominant et vient remettre en cause une évaluation effectuée uniquement sur la base des pratiques de bonne gouvernance (B).

A) L'évaluation des entreprises effectuée par les investisseurs

116. Les investisseurs ne sont pas tous égaux en matière d'accès aux informations. En effet, cela diffère selon leur qualité et leur positionnement sur le marché, en plus de faire intervenir des coûts assez conséquents (1). Dans le cas où l'examen des informations est entravé par un manque de temps et de compétences des investisseurs, ces derniers peuvent recourir à des agences de vote ou *proxy advisors* (2).

1. Le comportement des investisseurs face aux entreprises

117. Lorsque les investisseurs procèdent à l'évaluation de la gouvernance des sociétés sur le marché, cela se fait à deux niveaux. D'une part, on trouve les investisseurs qui disposent de titres au sein d'une société ; ces derniers peuvent faire le choix de les conserver ou bien de les revendre. D'autre part, on trouve les investisseurs qui vont agir, dans le cadre de la revente, en tant qu'acheteurs. L'évaluation de la gouvernance permet à tous ces investisseurs de les orienter dans leur choix, qu'ils disposent déjà de titres ou qu'ils souhaitent en acquérir.

118. Notons la différence d'approche entre les codes de gouvernance français et le code britannique. En effet, le code Afep-Medef ne s'adresse aucunement aux investisseurs, que ce soit au sein du préambule ou bien même dans le corps du texte. De même, le code Middlednext, même s'il aborde la responsabilité particulière des actionnaires et dirigeants, ne semble pas pour autant s'intéresser à celle des investisseurs. En revanche, le code britannique s'attache à définir ce que doit être le comportement des investisseurs face aux entreprises et à l'application du principe *comply or explain*. "*In their consideration of explanations, investors and their*

*advisors should pay due regard to a company's individual circumstances. While they have every right to challenge explanations if they are unconvincing, these must not be evaluated in a mechanistic way.*⁶⁰

119. La première difficulté, que l'on soit en présence d'actionnaires ou d'investisseurs souhaitant acquérir, réside dans les moyens dont ils disposent pour évaluer les informations transmises par les entreprises. Cela suppose d'être en présence d'un « marché mature »⁶¹ où les investisseurs se pensent investis d'un devoir de contrôle particulier. Or, cela nécessite, d'une part, qu'ils aient les compétences pour comprendre la nature des informations transmises, d'autre part, qu'ils s'intéressent aux explications spécifiques fournies par les sociétés en cas d'écart avec les codes de gouvernance, ce qui suppose là encore, un effort de compréhension.

Dans ce cadre, l'investisseur qui souhaite revendre ses titres doit être en mesure de comprendre les informations transmises par sa société et sur lesquelles il a normalement un accès privilégié. Il en va de même pour les investisseurs extérieurs pour lesquels s'ajoute une autre difficulté, à savoir, celle de l'accès à l'information. Toutefois, une solution à cette difficulté peut résider, là encore, en la présence des investisseurs institutionnels. Ces derniers ont, en effet, les connaissances nécessaires pour comprendre les informations transmises sur le marché.

120. La seconde difficulté réside dans le coût d'acquisition de l'information, qui est assez conséquent pour les investisseurs. Si les actionnaires ont un droit de regard sur la gouvernance d'une société, à raison de la propriété de leurs titres, il n'en est pas de même pour les investisseurs qui cherchent à acquérir ces titres et donc qui sont extérieurs aux sociétés.

Toutes ces difficultés vont favoriser la pratique *du box-ticking*. Les investisseurs vont mécaniquement vérifier si les sociétés appliquent les recommandations des codes de gouvernance, sans pour autant s'intéresser aux justifications fournies en cas d'écart. Ce comportement s'explique par la difficile compréhension de l'information ainsi que des coûts liés à son acquisition, et ce, malgré les incitations constantes pour les investisseurs à faire preuve de flexibilité à l'égard des spécificités propres aux sociétés.

⁶⁰ Introduction, The UK Corporate Governance Code, July 2016.

⁶¹ PIETRANCOSTA Alain, POULLE Jean-Baptiste, « Le principe appliquer ou expliquer », *Les concepts émergents en droit des affaires*, LGDJ, 2010, p.377-393.

121. Dans la mesure où l'accès à l'information reste difficile pour les investisseurs, qui n'ont pas forcément les ressources nécessaires pour les acquérir, les comprendre et les utiliser dans le cadre de leur évaluation, le recours aux agences de vote se présente comme une solution efficace, notamment, pour les investisseurs institutionnels.

2. *Le recours aux proxy advisors*

122. Dans le cadre de l'exercice de leurs droits de vote, les investisseurs peuvent recourir aux *proxy advisors* ou agences de votes, qui se sont imposés comme des acteurs incontournables en matière de gouvernance des sociétés cotées. L'expansion de ces agences de vote est essentiellement due à la multiplication des investisseurs institutionnels sur le marché ainsi qu'au recul des investisseurs individuels. Dans la mesure où les investisseurs institutionnels disposent généralement d'une part importante dans l'actionnariat des sociétés, l'exercice de leur droit de vote leur permet naturellement d'en influencer la gestion. Les *proxy advisors* facilitent grandement l'exercice de ces prérogatives dans la mesure où les investisseurs institutionnels sont sollicités dans plusieurs assemblées générales au même moment. Ainsi, les agences fournissent des rapports d'analyse contenant des recommandations pour chaque résolution soumise au vote des actionnaires. Ces dernières sont établies sur la base de la politique de vote de l'agence ou encore de la politique de vote choisie par le client.

Les *proxy advisors* peuvent proposer d'autres services liés à la logistique du vote (notification des actions, transmission du vote) et peuvent également voter à la place des actionnaires puisque le Code de commerce les autorise à se faire représenter, en assemblées, par la personne physique ou morale de leur choix, dès lors que les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé⁶².

123. En raison du recours croissant aux *proxy advisors* dans le cadre des votes en assemblées générales, des auteurs⁶³ se sont questionnés quant à l'influence que ces agences de vote pouvaient exercer sur les investisseurs institutionnels. Si ces derniers ont tendance à affirmer que les recommandations des agences de vote ont uniquement vocation à les accompagner dans le processus décisionnel, cela implique qu'ils aient les ressources nécessaires pour étudier et

⁶² Article L.225-106 du Code de commerce

⁶³ IGOPP, 7^{ème} prise de position : *Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote (« proxy advisors »)* : *Quelques recommandations de politique*, 2013.

évaluer toutes les résolutions qui leur sont soumises, ce qui, en pratique, semble peu probable. On peut donc supposer que les agences de votes ont plus qu'un rôle de « fournisseurs d'informations »⁶⁴ ; elles influencent activement le vote au sein des sociétés.

124. Si les investisseurs institutionnels pourraient profiter de cette externalisation du vote pour écarter plus aisément leur responsabilité, l'AMF, qui reconnaît l'utilité des *proxy advisors*, en termes de traitement des résolutions et de coût des analyses, rappelle aux investisseurs institutionnels que le recours à ces agences de vote ne les exonère pas « de leur responsabilité et donc d'une analyse propre des résolutions présentées au vote en assemblées générales »⁶⁵, l'idée étant que la décision finale revienne tout de même à l'investisseur, véritable détenteur du droit au vote au sein des sociétés, et non pas aux intermédiaires que sont les agences de vote.

Soucieuse d'encadrer au mieux l'activité des *proxy advisors*, l'AMF a établi, à cet effet, plusieurs recommandations⁶⁶. Ces dernières visent, entre autres, à améliorer la transparence des politiques de vote mise en œuvre par l'agence, au travers d'une publication sur son site internet, l'élaboration et la diffusion des recommandations, le dialogue avec les sociétés cotées ainsi que la prévention des conflits d'intérêt. On peut également souligner que la loi Pacte est intervenue à ce sujet, en introduisant dans le Code monétaire et financier les articles L.544-3 à L.544-6 et L.621-18-4.

125. Ainsi, même si les *proxy advisors* exercent un suivi important des pratiques de gouvernance mises en place au sein des sociétés, ceux-ci ne doivent pas pour autant supplanter les investisseurs dans le processus décisionnel relatif à la mise en œuvre de ces pratiques. En effet, les investisseurs restent maîtres dans l'évaluation des pratiques de bonne gouvernance qui sont, parfois, si ce n'est toujours, concurrencées par la prise en compte des performances financières de l'entreprise.

B) Les pratiques de bonne gouvernance concurrencées par l'indice financier

126. Le critère financier se présente comme une donnée d'autant plus importante pour les investisseurs qu'elle constitue l'objectif premier derrière la création d'une société (1). Même si

⁶⁴ Ibid.

⁶⁵ Discours de Robert Ophèle, Président de l'AMF, Conférence Droit & Croissance "Corporate governance and shareholders engagement : the new normal conference", 18 octobre 2019.

⁶⁶ AMF, *Recommandation n°2011-06 : Agences en conseil de vote*, mars 2011.

l'on considère que les investisseurs prennent en considération les pratiques de gouvernance mises en œuvre dans leur évaluation, cela se fait nécessairement en lien avec une dimension économique (2).

1. Les performances économiques, seul élément d'évaluation des investisseurs

127. Bien que la loi Pacte ait ajouté de nouvelles considérations à prendre en compte pour les entreprises, il n'en demeure pas moins que l'objectif premier de la société reste inchangé : il s'agit de profiter du bénéfice ou de l'économie qui pourra résulter de la mise en commun de biens ou d'industries⁶⁷. Au travers de la création d'une société, les associés cherchent avant tout à réaliser un bénéfice. Il en va de même pour les investisseurs qui attendent un retour sur leur investissement.

128. Bien évidemment, les codes de gouvernance ne sont pas étrangers à la notion de profit puisqu'un leur objectif est de maximiser les performances financières de l'entreprise en réduisant l'asymétrie d'informations par le biais des pratiques de bonne gouvernance. Toutefois, et malgré les nombreuses études qui ont été effectuées à ce sujet, aucune ne permet de démontrer sérieusement que la mise en place des pratiques de bonne gouvernance impacte les performances de l'entreprise ; et donc, une corrélation entre bonne gouvernance et performances économiques. Or, on peut regretter cette absence de lien car les investisseurs ou actionnaires de l'entreprise se doivent d'évaluer les pratiques de gouvernance et les performances financières de l'entreprise de manière indépendante. On peut alors se demander si les investisseurs ne vont pas uniquement prendre en compte le critère financier.

Toutefois, il est nécessaire de nuancer ce propos car l'impact des pratiques de gouvernance sur les performances de l'entreprise peut sembler évident. En effet, comment justifier de performances économiques efficaces s'il existe des difficultés dans la gestion de l'entreprise ? A titre d'exemple, l'affaire Carlos Ghosn a eu une influence indéniable sur le groupe Renault-Nissan puisque, à sa suite, la valeur des actions en bourse a respectivement chuté de 8 et 7%⁶⁸.

⁶⁷ Article 1832 du Code civil.

⁶⁸ MORIN Julien, « L'impact de l'affaire Carlos Ghosn sur les marques Renault-Nissan-Mitsubishi », *Stratégies*, 2018.

129. De manière générale, la prise en compte des éléments de RSE et, notamment, des pratiques de bonne gouvernance de l'entreprise, par les investisseurs dépendrait d'autres critères, tels que le niveau de compétitivité au sein du secteur ou la situation financière de l'entreprise. Ainsi, les acteurs privés, entreprises ou investisseurs, se préoccuperaient moins des pratiques de gouvernance dans un milieu très compétitif où une utilisation efficace des ressources serait plus importante ; ou lorsque les mauvaises conditions économiques ne permettent pas une prise en compte de la gouvernance ou des droits des actionnaires.

Par ailleurs, on suppose que toutes les pratiques de gouvernance ne bénéficient pas de la même importance et dépendent, là encore, des spécificités de l'entreprise. Par exemple, toutes les règles relatives à la composition et au fonctionnement du conseil d'administration ont d'autant plus d'importance dans le cadre des sociétés cotées où l'on est en présence d'un actionnariat très dispersé, ce qui n'est pas le cas des sociétés où il existe moins d'actionnaires.

130. Si l'on effectue un raisonnement un peu différent et que l'on considère que l'indice financier n'est pas l'unique donnée entrant dans le cadre du contrôle des investisseurs, on pourrait penser que ces derniers prennent en compte les pratiques de bonne gouvernance lorsqu'elles sont susceptibles d'influencer les performances économiques de l'entreprise

2. L'évaluation des pratiques de bonne gouvernance au regard des performances économiques

131. En pratique, les investisseurs auraient davantage tendance à valider les règles de gouvernance qu'elles n'ont pas d'impact particulier sur les performances économiques de l'entreprise. Ainsi, les investisseurs ne jugeraient pas ces pratiques uniquement lorsque la situation de l'entreprise le permettrait mais les évalueraient au regard de l'indice financier. Cela permet d'établir une corrélation entre pratiques de gouvernance et performances de l'entreprise.

Ainsi, dès lors que les recommandations des codes de gouvernance seraient appliquées par les entreprises, les investisseurs partiraient du postulat que les pratiques mises en place n'auraient pas d'impact négatif sur les performances économiques de l'entreprise. Cela pousserait les investisseurs à écarter directement les sociétés qui ne se conforment pas aux codes de gouvernance, et donc à la pratique du *box-ticking*, les entreprises cherchant à répondre aux attentes du marché.

132. Dans le cas d'une dérogation aux recommandations des codes de gouvernance, on pourrait penser que les investisseurs ne s'intéresseraient pas aux explications dans la mesure où seules compteraient les entreprises se conformant. Toutefois, il y a tout de même une évaluation effectuée par les investisseurs qui vérifient que ces dérogations n'ont pas d'impact négatif sur la gouvernance des sociétés. Pour cette raison, les investisseurs ne procéderaient pas à un examen attentif des explications des sociétés - en plus des raisons liées à la compréhension de l'information et au coût d'acquisition de cette dernière. En effet, dans la mesure où les coûts d'une évaluation complète seraient plus importants que les bénéfices découlant de cette opération, les investisseurs n'exigeraient qu'une seule chose des sociétés qui n'appliquent pas les recommandations des codes de gouvernance : que leurs spécificités n'aient pas d'impact négatif sur les performances économiques⁶⁹.

133. Cela revient, pour les investisseurs à avoir une approche simpliste de la gouvernance : les entreprises faisant application des pratiques de bonne gouvernance seraient présumées performantes, celles écartant ces recommandations pourraient simplement démontrer de bonnes performances pour justifier ces dérogations. Bien évidemment, une telle évaluation serait contraire à l'esprit du principe *comply or explain* qui se résumerait pour les entreprises à « appliquer ou performer »⁷⁰.

Toutefois, évaluer les pratiques de gouvernance uniquement à l'aune du critère financier pourrait s'avérer contre-productif pour les investisseurs. D'une part, il n'y a aucune certitude qu'il existe une réelle corrélation entre pratiques de bonne gouvernance et performances de l'entreprise ; d'autre part, les investisseurs se reposeraient sur l'idée que les entreprises effectuent des déclarations exactes et qu'elles ne recourent pas à la pratique du *box-ticking*. Les investisseurs pourraient se trouver face à des entreprises qui déclarent se conformer aux pratiques de bonne gouvernance sans pour autant justifier de performances économiques efficaces.

134. Ainsi, le contrôle des investisseurs, en matière de gouvernance des entreprises, semble être un mécanisme à double tranchant. D'une part, cela permet d'exercer une pression suffisante pour contraindre les entreprises à se conformer, d'autre part, cela amène à certaines dérives et

⁶⁹ PIETRANCOSTA Alain, POULLE Jean-Baptiste, « Le principe appliquer ou expliquer », *Les concepts émergents en droit des affaires*, LGDJ, 2010, p.377-393.

⁷⁰ Ibid.

repose sur des investisseurs qui manquent de temps ou de compétences pour évaluer efficacement les informations transmises. Toutefois, ces derniers ne sont pas les seuls acteurs à l'origine d'un contrôle puisque cela fait également intervenir des organismes tiers, qu'ils soient de nature privée ou publique.

Section 2 : La nécessaire amélioration du principe malgré le contrôle effectué par les organismes indépendants

135. Les investisseurs n'étant pas les seuls acteurs à évaluer les déclarations des entreprises en matière de gouvernance, on constate qu'un contrôle est également effectué par des organismes indépendants et autorités de régulation qui, par le biais de rapports, vont exercer une certaine forme de prévention (§1). Pour autant, malgré tous les mécanismes mis en place, des critiques récurrentes peuvent amener à formuler certaines pistes afin d'améliorer l'efficacité du principe (§2).

§1 Les organismes indépendants à l'origine d'un examen incomplet du principe

136. Si les organismes indépendants sont à même d'effectuer un contrôle efficace de la mise en œuvre du principe *comply or explain*, en ce qu'ils rendent des rapports annuels et effectuent diverses observations quant aux pratiques mises en œuvre par les entreprises (A), ces derniers manquent toutefois de prérogatives et de moyens pour effectuer un contrôle plus efficace (B).

A) Un contrôle basé sur l'intervention d'un organisme public et privé

137. Les rapports rendus par les organismes indépendants, dans le cadre de l'application du principe *comply or explain*, sont de deux ordres, puisque leur rédaction fait intervenir, d'une part, une autorité publique, l'AMF (1), d'autre part, une organisation privée, le HCGE (2).

1. Le contrôle effectué par l'Autorité des marchés financiers

138. L'autorité des marchés financiers dispose d'un droit de regard important sur la mise en œuvre des recommandations des codes de gouvernance puisque c'est elle qui est officiellement

chargée de leur suivi. Dans le cadre de ce contrôle, elle propose chaque année un rapport proposant une synthèse de la mise en conformité ainsi que ses observations sur les pratiques appliquées par les entreprises et les explications fournies, ce qui donne éventuellement lieu à la pratique du « *name and shame* » pour les plus mauvaises élèves. Au Royaume-Uni, c'est également une institution étatique qui est en charge du suivi de l'application du *Combined Code*, puisqu'il s'agit de la *Financial Conduct Authority* (FCA). Là encore, la FCA dispose d'un pouvoir de blâme similaire à celui du « *name and shame* ».

139. Si les organismes de suivi de l'application des codes ont généralement eu un rôle actif dans leur élaboration, comme c'est le cas au Royaume-Uni, en France, le suivi par les organismes privés a été secondé par un suivi étatique. Cette intervention de l'AMF indique que, malgré un système d'autorégulation mis en place dans le cadre de la gouvernance des entreprises, l'Etat exerce tout de même une surveillance afin de s'assurer de l'efficacité de ce système.

On peut préciser que, si l'AMF est en effet chargée de contrôler l'application du principe *comply or explain* par les entreprises, dans le cadre de son rapport, elle ne s'intéresse qu'à un échantillon de sociétés qui font application des recommandations du code Afep-Medef. Dans son rapport 2019, il est expressément mentionné que « les sociétés de droit étranger et les sociétés ne se référant pas au code Afep-Medef » ont été exclues⁷¹. Malgré le faible nombre de sociétés qui se réfèrent au code Middlenext, on aurait pu espérer de l'AMF qu'elle les incorpore dans son étude, dans la mesure où, en tant qu'autorité publique, elle devrait tout autant s'intéresser au code Afep Medef qu'au code Middlenext.

140. Par ailleurs, dans le cadre de son contrôle, l'AMF pourrait également utiliser le pouvoir d'injonction que lui confère le Code monétaire et financier et selon lequel elle peut « ordonner qu'il soit mis fin, en France et à l'étranger, aux manquements aux obligations résultant des règlements européens, des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de marché et la divulgation illicite d'informations privilégiées mentionnées aux

⁷¹ AMF, *Rapport 2019 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, p.31.

c et d du II de l'article L. 621-15, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs, au bon fonctionnement des marchés »⁷².

Toutefois, on constate que malgré ce pouvoir d'injonction, qui pourrait être efficace pour assurer l'efficacité du principe *comply or explain*, l'AMF préfère user de sanctions indirectes, à savoir la pratique du « *name and shame* ». A cet égard, on peut notamment se demander si le pouvoir d'injonction peut être utilisé dans le cadre des pratiques de bonne gouvernance. En effet, il est indiqué que l'AMF peut user de cette injonction en cas de manquements à des directives européennes, des dispositions législatives ou réglementaires. Or, le principe *comply or explain* ainsi que les recommandations des codes de gouvernance relèvent du droit souple. Il faudrait, dans ce cas, se placer dans le cadre des manquements « de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs, au bon fonctionnement du marché ». Toutefois, il n'est pas certain que le suivi des pratiques de bonne gouvernance participe réellement à la protection des investisseurs sur le marché.

141. Si l'AMF, en tant qu'autorité publique, est dotée de prérogatives particulièrement importantes, elle n'est pas la seule à effectuer un contrôle des pratiques de gouvernance mises en œuvre par les entreprises. Il s'agit également de la mission du HCGE qui a été spécialement créé à cet effet.

2. *Le suivi du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise*

142. Depuis 2014, un second organisme a été mis en place afin de s'assurer de l'efficacité du principe *comply or explain*. Il s'agit du HCGE chargé de suivre la bonne application des recommandations du code Afep-Medef. Ce dernier décrit ainsi les missions du HCGE : « le Haut Comité est chargé du suivi de l'application du code de gouvernement d'entreprise pour les sociétés cotées qui s'y réfèrent et s'assure de l'application effective de la règle fondamentale de gouvernement d'entreprise qu'est le principe appliquer ou expliquer »⁷³. A l'instar de l'AMF, cet organisme émet chaque année un rapport dans lequel on trouve les suites données à des consultations avec des organes d'administration de sociétés, des observations quant à l'interprétation du code et aux explications données par les entreprises.

⁷² Article L.621-14 du Code monétaire et financier.

⁷³ Recommandation 27.2 du code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées, Afep-Medef, janvier 2020.

143. Certains auteurs considèrent la mise en place de ce Haut Comité comme une « innovation de taille »⁷⁴ dans la mesure où, si ce dernier constate qu'une société n'applique pas les recommandations du code ou ne fournit pas d'explication satisfaisante, il pourra s'autosaisir et émettre un avis auprès du conseil d'administration ; avis qui devra être mentionné dans le rapport de gestion soumis à l'assemblée générale et donc au vote des actionnaires. Ainsi, le Haut comité peut inciter une entreprise à suivre ses avis, même s'il ne s'agit pas d'un pouvoir de contrainte à proprement parler et que la société n'est pas dans l'obligation de suivre l'avis en question. En effet, « persuasion n'est cependant pas sanction »⁷⁵.

On peut toutefois soulever quelques difficultés liées au contrôle effectué par le HCGE. Tout d'abord, ce comité ne s'assure que du suivi des recommandations du code Afep-Medef ; par conséquent, il ne s'intéresse pas à l'application des recommandations du code Middlenext. Or, on peut noter qu'il n'existe pas d'organisme équivalent au HCGE dans le cadre de l'application du code Middlenext. Cela laisse donc une zone d'ombre concernant la manière dont les entreprises appliquent ce dernier.

144. Par ailleurs, si l'on s'intéresse au rapport 2019 du HCGE, on note que très peu de critiques négatives sont émises à l'égard des entreprises. Si cela peut témoigner d'une conformité des entreprises au code Afep-Medef, cela peut également être révélateur d'un manque d'objectivité de la part du HCGE. L'AMF et le HCGE ayant procédé à l'étude de plusieurs entreprises communes, on constate que l'AMF a formulé davantage d'observations quant au manque de clarté des explications transmises par les entreprises que le HCGE. Si l'on s'intéresse à la composition du HCGE, on constate que celui-ci est composé de cinq personnalités ayant exercé ou exerçant des mandats dans des entreprises faisant application du code Afep-Medef et de personnalités qualifiées représentant les investisseurs. Ces membres sont nommés par l'Afep et le Medef, les mêmes associations qui sont chargées de la rédaction du code. Cette proximité entre les rédacteurs du code et l'organisme chargé de son contrôle peut effectivement nous amener à nous questionner quant à la légitimité du HCGE en tant que contrôleur de son application.

⁷⁴ GERMAIN Michel, MAGNIER Véronique, NOURY Marie-Aude, *La gouvernance des sociétés cotées, Rapport pour la Commission européenne remis par la fondation pour le droit continental*, septembre 2013.

⁷⁵ Ibid.

145. Il est évident que l'AMF et le HCGE effectuent un contrôle pertinent des pratiques mises en œuvre par les entreprises, en ce qu'ils rendent régulièrement des rapports en la matière, rapports qui se veulent particulièrement complets et pédagogiques. Toutefois, on notera que ce contrôle ne se fait qu'à un seul niveau, ce qui diminue grandement son efficacité.

B) La mise en œuvre de sanctions de droit commun entravée par les difficultés liées au contrôle

146. La transmission d'informations sur un marché financier fait l'objet d'un encadrement important dans la mesure où les informations transmises sont destinées aux investisseurs. Dans le cadre de leur protection, plusieurs types de mécanismes peuvent venir sanctionner la divulgation de fausses informations (2). Toutefois, ces sanctions sont difficiles à mettre en œuvre dans la mesure où la véracité des informations transmises par les entreprises n'est pas contrôlée (1).

1. *L'absence de vérification des déclarations*

147. Les organismes chargés du suivi de l'application des codes de gouvernance effectuent des observations relatives à la proportion des entreprises appliquant les recommandations, en fonction des différentes matières, ainsi que des observations relatives à la qualité des explications transmises en cas de non-conformité. En revanche, on constate que ces institutions n'effectuent pas un travail de vérification des informations fournies. Elles ne vérifient donc pas que les entreprises qui déclarent se conformer aux codes de gouvernance en font une application effective, de même qu'elles ne vérifient pas la pertinence des explications au regard des pratiques réellement mises en œuvre au sein de l'entreprise. Ainsi, elles peuvent être qualifiées d'observatrices plutôt que de « véritables gendarmes des codes de gouvernance »⁷⁶. Le contenu des rapports de l'AMF et du HCGE dépendent donc de la véracité des informations transmises par les entreprises.

148. Cette limitation dans le contrôle effectué par l'AMF et le HCGE découle essentiellement de leur manque de moyens. En effet, ces institutions n'ont pas accès à des sources

⁷⁶ HARNAY Sophie, SACHS Tatiana, DECKERT Katrin, LLENSE Fabienne, *L'efficacité des codes de gouvernance, Perspectives comparées et pluridisciplinaires, Rapport de recherche*, Mission de Recherche Droit et Justice, 2017, p.64.

d'informations complémentaires ; elles ne peuvent obtenir leurs informations que des documents publiés par l'entreprise. L'AMF déclare elle-même que « les informations utilisées pour établir le présent rapport ont par conséquent été rendues publiques par les sociétés dans leur document de référence ou leur rapport annuel [...], dans les communiqués de presse parus [...] et/ou sur leur site internet »⁷⁷. La possibilité d'obtenir des informations supplémentaires de la part des entreprises, soit par le biais de demandes directes, soit à travers une enquête, pourrait permettre aux institutions d'effectuer un contrôle un peu plus poussé de la bonne application des codes de gouvernance.

149. Certains auteurs⁷⁸ considèrent, par ailleurs, qu'il ne relève pas des prérogatives de l'AMF de procéder à un contrôle matériel des déclarations effectuées par les entreprises. Ainsi, les institutions de contrôle auraient davantage tendance à vérifier la disponibilité des informations portant sur la gouvernance d'entreprise que leur véracité. Ce serait, en effet, le but recherché que de laisser suffisamment de liberté aux acteurs privés afin que ceux-ci se responsabilisent d'eux-mêmes. Toutefois, si ce raisonnement s'inscrit dans l'esprit du principe *comply or explain*, il n'en demeure pas moins que les entreprises usent de la faiblesse du contrôle afin de le contourner. C'est ce qui donne notamment lieu à la pratique du *box-ticking* ainsi qu'à une standardisation des explications fournies par les entreprises en cas d'écart.

En 2011, la Commission européenne suggérait, dans cette optique, que les organismes de contrôle puissent notamment effectuer un contrôle matériel des explications fournies par les sociétés afin de déterminer si celles-ci étaient suffisamment claires et compréhensibles⁷⁹. Toutefois, cette demande a été vivement refusée au Royaume-Uni, le FRC considérant que l'objectif du principe *comply or explain* était justement de permettre aux entreprises de s'autoréguler.

150. Si une vérification systématique des explications amènerait les entreprises à se tourner vers la pratique du *box-ticking*, cela pourrait néanmoins être évitée si l'on confiait davantage de moyens aux institutions dans le cadre d'un contrôle matériel des informations transmises.

⁷⁷ AMF, *Rapport 2019 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, p.30

⁷⁸ PIETRANCOSTA Alain, POULLE Jean-Baptiste, « Le principe appliquer ou expliquer », *Les concepts émergents en droit des affaires*, LGDJ, 2010, p.377-393.

⁷⁹ Commission européenne, *Livre vert : Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, avril 2011.

Par ailleurs, cela permettrait la mise en œuvre de sanctions légales déjà existantes qui viendraient renforcer l'efficacité du principe *comply or explain*.

2. *Le recours aux sanctions de droit commun*

151. Un contrôle matériel des informations transmises par les entreprises pourrait permettre, entre autres, d'actionner certaines sanctions, que ce soit sur le plan administratif, civil ou pénal. Certes, il n'existe pas de sanctions juridiques à proprement parler venant sanctionner le défaut d'application du principe *comply or explain*, toutefois, il serait possible de se placer sur le terrain de la fausse déclaration. Cette hypothèse ne serait néanmoins possible que si les entreprises usent de la pratique du *box-ticking* ; on verrait mal les entreprises sanctionnées sur ce terrain pour des explications trop générales ou de qualité médiocre.

152. Tout d'abord, le Code monétaire et financier punit le fait « par toute personne, de diffuser, par tout moyen, des informations qui donnent des indications fausses ou trompeuses sur la situation ou les perspectives d'un émetteur ou sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou qui fixent ou sont susceptibles de fixer le cours d'un instrument financier à un niveau anormal ou artificiel. »⁸⁰ Toute la question est de savoir si le fait de divulguer de fausses informations en matière de gouvernance d'entreprise entre dans le cadre de ce délit. A priori, rien ne laisse présager du contraire dans la mesure où les pratiques de gouvernance mises en œuvre au sein de l'entreprise relèvent de la situation de l'émetteur. Lorsque les entreprises utilisent la pratique du *box-ticking*, il s'agit de fausses informations divulguées sur le marché. Cela peut avoir un impact assez conséquent dans la mesure où les investisseurs ont davantage tendance à se tourner vers des entreprises qui disent se conformer aux pratiques de gouvernance.

La diffusion de fausses informations sur le marché est sévèrement punie, le Code monétaire et financier prévoyant une peine de cinq ans d'emprisonnement et de 100 millions d'euros d'amende⁸¹. Si l'AMF est compétente pour se prononcer sur la sanction à appliquer, elle n'est en revanche jamais intervenue pour sanctionner le non-respect des codes de gouvernance sur la base de ce délit. Pour cela, il faudrait en effet avoir accès à des informations complémentaires en matière de gouvernance.

⁸⁰ Article L465-3-2 du Code monétaire et financier.

⁸¹ Article L.465-1 du Code monétaire et financier.

153. Par ailleurs, il serait également possible de se placer sur le terrain de la responsabilité classique en démontrant que la diffusion de fausses informations a causé un préjudice à la société ou l'actionnaire individuel. Cependant, cela semble particulièrement délicat de démontrer un préjudice en la matière, la jurisprudence ne s'étant jamais prononcée à ce sujet. La diffusion de fausses informations pourrait également relever de la faute de gestion, ce qui permettrait à la société et aux actionnaires d'agir en conséquence. Cela serait parfaitement possible, la faute de gestion étant plus facile à démontrer que l'idée d'un préjudice en matière de droit de la responsabilité classique. Toutefois, la sanction prononcée dans le cadre de la faute de gestion ne viendra pas sanctionner la diffusion de fausses informations à proprement parler mais bien la faute de gestion en elle-même.

154. Le manque de prérogatives des autorités chargées du contrôle du principe étant une critique récurrente, elle n'est pourtant pas la seule. Comme on l'a vu tout au long de cette étude, l'application du principe rencontre plusieurs difficultés qui viennent remettre en cause son efficacité. En réponse à cela, plusieurs pistes de réflexion ont été développées afin de corriger ces difficultés.

§2 Les critiques du principe, fruits d'une réflexion destinée à améliorer son efficacité

155. A la suite des nombreuses critiques qui ont pu être émises à l'égard du principe *comply or explain*, des pistes de recherche ont été explorées pour en améliorer l'efficacité. Il est tout d'abord possible d'agir au niveau des entreprises en les responsabilisant davantage aux problématiques de gouvernance (A). Autrement, il est possible de renforcer le cadre étatique autour de la gouvernance d'entreprise (B).

A) Des mesures fondées sur une meilleure responsabilisation des entreprises

156. Une première mesure pour responsabiliser les entreprises serait de fonctionner selon un système de rentes et pénalités. Ainsi, les entreprises verraient leur trésorerie directement impactée, soit de manière positive, soit négative, à raison de l'application du principe *comply or explain*, ce qui renforcerait son auto-exécution (1). Toutefois, on peut également agir au cœur même des entreprises en faisant de la notion de bonne gouvernance un de leurs objectifs (2).

1. La mise en place d'un système de récompenses et pénalités

157. Un moyen de renforcer le principe *comply or explain* serait de le rendre auto-exécutoire pour les entreprises, c'est-à-dire qu'il soit de l'intérêt de chacune des parties de le mettre en œuvre, sans forcément qu'une pression étatique ne s'exerce sur elles. Dans le cadre actuel, les entreprises ont plutôt intérêt à faire application du principe et, notamment, à se conformer aux recommandations des codes de gouvernance en raison de la pression exercée par les investisseurs. Toutefois, il serait possible d'aller plus loin en augmentant les gains perçus en cas de mise en conformité aux codes. En effet, les entreprises qui respecteront les standards de gouvernement d'entreprise pourraient se voir attribuer une rente qui agirait en tant que récompense. Cela pourrait notamment permettre aux entreprises de réinvestir dans leur gouvernance et d'améliorer les pratiques mis en place, d'autant plus qu'il s'agirait de prendre en charge les coûts de mise en conformité.

158. A l'inverse, il serait également possible de pénaliser les entreprises qui ne respecteraient pas les codes de gouvernance au moyen d'amende. On pourrait considérer qu'il s'agit d'un mécanisme poussant à s'auto-exécuter, en ce sens que tout l'intérêt pour elles serait de ne pas avoir à verser de somme supplémentaire en cas d'écart par rapport aux standards de gouvernement d'entreprise.

159. Dans tous les cas, il faudrait recourir à une autorité régulatrice qui viendrait contrôler les pratiques de gouvernance mises en œuvre et viendrait, soit récompenser les entreprises, soit les pénaliser. Quelle que soit la méthode privilégiée, il serait nécessaire d'accroître les prérogatives et les moyens de cette autorité - qui pourrait être l'AMF ou un organisme public uniquement dédié à l'application des codes de gouvernance - afin qu'elle puisse s'assurer de la véracité des déclarations effectuées par les entreprises. Autrement, cela laisserait à nouveau place à certaines dérives des entreprises, notamment, la pratique du *box-ticking*.

160. On peut néanmoins nuancer ce propos car fonctionner sur une logique de rentes ou pénalités permettrait seulement d'agir, non pas sur l'ensemble du principe *comply or explain*, mais uniquement sur un de ses aspects. En effet, seules les entreprises se conformant se verraient attribuer une rente, de même que c'est l'écart par rapport aux recommandations des codes de gouvernance qui justifierait la mise en œuvre d'une pénalité. Inciter les entreprises à se conformer aux codes de gouvernance, quelles que soient leurs spécificités, nuirait à l'esprit

même du principe *comply or explain*. Toutefois, on verrait mal la mise en place de rentes pour récompenser la qualité des explications fournies par les entreprises en cas d'écart, bien que ce soit sur cet élément que l'aspect *explain* nécessite d'être amélioré.

161. La mise en place d'une rente ou d'une pénalité exigerait un contrôle assez poussé des autorités publiques quant à l'application du principe *comply or explain*. Or, si l'on souhaite en améliorer l'efficacité, uniquement sur la base d'une meilleure responsabilisation des entreprises, il faudrait faire de la gouvernance une de ses missions.

2. *La raison d'être et l'entreprise à mission*

162. Même si l'objectif premier de la société reste la réalisation d'un bénéfice ou d'un profit, la loi Pacte est venue élargir son intérêt social puisque celle-ci doit dorénavant prendre en compte des considérations d'ordre social et environnemental dans le cadre de son activité⁸². Si les pratiques de bonne gouvernance peuvent éventuellement entrer dans le cadre de ces considérations sociales, cette disposition impose une obligation de moyens aux entreprises. D'autant plus que l'intérêt social de la société et des associés s'imposera toujours à ces considérations. En conclusion, ces dernières peuvent indéfiniment tendre vers la notion de bonne gouvernance sans pour autant en faire une application concrète.

163. L'autre innovation de la loi Pacte consiste, pour les entreprises, à se doter d'une raison d'être. Bien que la notion semble difficile à définir, on peut la caractériser comme « ce qui est indispensable pour remplir l'objet social, c'est-à-dire le champ des activités de l'entreprise. [...] La raison d'être fournira à la plupart des conseils d'administration un guide pour les décisions importantes, un contrepoint utile au critère financier de court-terme qui ne peut servir de boussole. La notion de raison d'être consiste à donner corps à la fiction juridique que représente l'entreprise »⁸³. Outre l'intérêt financier qui constitue davantage une « raison d'avoir »⁸⁴ pour l'entreprise, la « raison d'être » lui permet d'élargir son objet social et de donner un sens à son activité. Cela peut donc lui permettre d'intégrer directement à son objet social des enjeux

⁸² Article 1833 du Code civil.

⁸³ NOTAT Nicole, SENARD Jean-Dominique, « L'entreprise, objet d'intérêt collectif », *Rapport aux Ministres de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l'Economie et des Finances du Travail*, mars 2018, p.4.

⁸⁴ BLONDEL Caroline, LANCRI Maria, « Intérêt social élargi, raison d'être et société à mission dans la loi Pacte : la grande illusion ? » *Revue internationale de la Compliance et de l'Ethique des Affaires* n°4, aout 2019.

d'ordre environnemental, social ou gouvernemental. Néanmoins, la raison d'être est facultative, ce qui constitue un inconvénient de taille, car il s'agit d'une démarche volontaire pour les entreprises.

164. Enfin, l'entreprise à mission va plus loin que la notion de « raison d'être » car elle doit réellement incarner les nouvelles valeurs de l'entreprise. Le Code de commerce soumet l'adoption du statut de « société à mission » à plusieurs conditions⁸⁵. Tout d'abord, les statuts doivent préciser la raison d'être de l'entreprise, les objectifs sociaux et environnementaux qu'elle se donne pour mission de suivre dans le cadre de son activité ; et les modalités d'exécution de ladite mission. Par ailleurs, la société doit déclarer sa qualité de société à mission au greffe du tribunal de commerce. L'exécution de ces objectifs fait l'objet d'un véritable suivi par un organisme tiers indépendant.

Un tel modèle permet une alternative entre la *hard law*, qui peut s'avérer trop contraignante en matière de gouvernance d'entreprise, et les instruments de *soft law* qui, en raison de leur absence de contrôle, disposent d'une faible normativité. En raison de l'inscription de la qualité de « société à mission » dans les statuts, l'engagement des associés obtient un caractère indispensable. Cette qualité se différencie du principe *comply or explain*, en ce qu'elle dispose d'une stabilité juridique, sans pour autant sacrifier la liberté des entreprises qui sont libres de déterminer elles-mêmes les missions qu'elles souhaitent poursuivre.

165. Par ailleurs, les entreprises ne sont plus les destinataires des règles de gouvernance, dont elles doivent faire l'application, mais sont de véritables acteurs dans la mise en œuvre de cette gouvernance, puisqu'elles définissent les règles qu'elles exécutent. Elles participent ainsi à l'intérêt collectif en utilisant leur capacité créative et ne sont plus seulement réduites à leurs performances économiques et leur recherche de bénéfices. Toutefois, le modèle de l'entreprise à mission, en ce qu'il permet une multitude de systèmes de gouvernance, ne facilite pas une meilleure compréhension de l'information par les investisseurs et une comparaison entre les entreprises.

166. Pour améliorer l'efficacité du principe *comply or explain*, il est ainsi tout à fait possible d'améliorer le système déjà mis en place, l'autorégulation, en responsabilisant les entreprises et les incitant à adopter des pratiques de bonne gouvernance, soit au travers d'une rente, soit

⁸⁵ Article L.210-10 du Code de commerce.

en leur confiant le statut de « société à mission ». Toutefois, et si l'on considère qu'améliorer le système sur la base du volontariat est vain, il est possible de renforcer le cadre étatique autour du principe.

B) La mise en œuvre d'une corégulation

167. Dans la mesure où l'autorégulation s'est révélée défailante, certains auteurs⁸⁶ soulèvent la possibilité de mettre en place un système de corégulation, en matière de gouvernance d'entreprise, qui permet d'associer aux textes de droit souple les caractéristiques des dispositions législatives, notamment, leur nature prévisible et contraignante. Il s'agirait ainsi de se remettre, non pas uniquement au droit souple ou au droit dur, mais associer les deux afin d'améliorer le principe *comply or explain*.

168. Un instrument relevant de la corégulation a notamment été mis en place, en matière de RSE, suite à la catastrophe de l'effondrement du Rana plaza. Il s'agit du devoir de vigilance incombant aux sociétés-mères quant au respect des droits des travailleurs employés par leurs filiales ou leurs sous-traitants. Ainsi, la loi du 27 mars 2017⁸⁷ a instauré l'obligation pour les sociétés répondant à certains critères, notamment, en termes de taille, de mettre en place un plan de vigilance. Des sanctions peuvent être mises en œuvre contre les sociétés n'ayant pas établi de plan, ne l'ayant pas exécuté ou encore n'ayant pas respecté les règles auxquelles elles auraient elles-mêmes souscrit.

169. Le plan de vigilance relève de la corégulation en ce qu'il repose à la fois sur l'autonomie des entreprises et sur un contrôle des autorités publiques. En effet, le contenu du plan de vigilance est déterminé par les entreprises qui sont simplement soumises à l'obligation d'en établir un et de le divulguer, dans le cadre du reporting extra-financier. Le législateur n'impose pas un contenu en particulier mais uniquement le fait de rendre des comptes en la matière. Sur ce premier aspect, on ne constate pas de différences particulières par rapport aux autres règles de *soft law* en matière de RSE, qui exigent davantage une transparence de la part des entreprises,

⁸⁶ HARNAY Sophie, SACHS Tatiana, DECKERT Katrin, LLENSE Fabienne, *L'efficacité des codes de gouvernance, Perspectives comparées et pluridisciplinaires, Rapport de recherche*, Mission de Recherche Droit et Justice, 2017, p.269-274.

⁸⁷ Loi n°2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre.

plus que de véritables comportements à suivre. En revanche, le devoir de vigilance a une particularité en ce qu'il est assorti de sanctions juridiques. Ainsi, une société peut engager sa responsabilité civile en cas de non-respect. Ce dispositif découle de la volonté du législateur de faire du devoir de vigilance un dispositif véritablement contraignant.

170. En matière de bonne gouvernance, on retrouve une idée similaire dans la mesure où le principe *comply or explain* laisse une certaine liberté aux entreprises. Ce dernier n'impose pas qu'elles suivent tel ou tel comportement mais simplement qu'elles soient transparentes quant aux pratiques qu'elles mettent en œuvre, soit en indiquant se conformer aux standards de gouvernement d'entreprise, soit en se justifiant en cas d'écart. On se trouve dans le cadre d'un reporting extra-financier. Cependant, comme on a pu le formuler précédemment, il manque au principe une sanction juridique qui permettrait de lui assurer une véritable normativité. Certes, il est possible de recourir aux sanctions relatives à la divulgation de fausses informations, mais celles-ci n'ont pas vocation à limiter les manquements au principe *comply or explain*. Il serait nécessaire que le législateur mette en place une sanction ayant vocation à faire respecter ce principe. Bien évidemment, cela suppose également de permettre aux autorités publiques d'effectuer un suivi plus efficace.

171. La mise en place d'une corégulation en matière de gouvernance serait donc une solution pour renforcer l'efficacité du principe *comply or explain*, d'autant plus que cela n'apporterait pas de modifications majeures au système. En effet, le principe constitue déjà la base d'une corégulation ; il suffirait au législateur de prendre en compte les critiques émises quant au système existant, à savoir l'absence de sanctions juridiques et le manque de prérogatives accordées aux autorités publiques dans le cadre d'un contrôle, pour rendre le principe plus performant. Toutefois, il n'est peut-être pas dans sa volonté de mettre en place une corégulation en matière de gouvernance d'entreprise. Contrairement au devoir de vigilance qui affiche une intention claire, celui de responsabiliser les sociétés-mères quant aux comportements de leurs filiales et sous-traitants, on peut se demander si le principe *comply or explain* tend vers des objectifs tout aussi clairs. Outre le fait d'exiger des entreprises qu'elles communiquent quant à leurs pratiques de gouvernance, l'idée de converger vers une notion de bonne gouvernance peut sembler difficile dans la mesure où sa définition ne fait pas l'objet d'un consensus.

SIGNES ET ABREVIATIONS

Afep : Association française des entreprises privées

AMF : Autorité des marchés financiers

FCA : *Financial Conduct Authority*

FRC : *Financial Reporting Council*

HCGE : Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise

Medef : Mouvement des entreprises de France

OPCVM : Organisme de placement collectif en valeurs mobilières

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES

PIETRANCOSTA Alain, POULLE Jean-Baptiste, « Le principe appliquer ou expliquer », *Les concepts émergents en droit des affaires*, LGDJ, 2010, p.377-393.

CODES ET REGLEMENTS

Code de commerce.

Code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées, Afep-Medef, janvier 2020.

Code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées, Afep-Medef, novembre 2016.

Code de gouvernement d'entreprise, Middlenext, septembre 2016.

Code monétaire et financier.

German Corporate Governance Code, December 2019.

The UK Corporate Governance Code, FRC, July 2018.

RAPPORTS ET RECOMMANDATIONS

AMF, *Rapport 2019 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, 3 décembre 2019.

AMF, *Recommandation n°2011-06 : Agences en conseil de vote*, mars 2011.

Commission des affaires juridiques, Parlement européen, *Rapport sur les implications juridiques et institutionnelles du recours aux instruments juridiques non contraignants*, 28 juin 2007.

Commission européenne, *Livre vert : Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, avril 2011.

GERMAIN Michel, MAGNIER Véronique, NOURY Marie-Aude, *La gouvernance des sociétés cotées, Rapport pour la Commission européenne remis par la fondation pour le droit continental*, septembre 2013.

HARNAY Sophie, SACHS Tatiana, DECKERT Katrin, LLENSE Fabienne, *L'efficacité des codes de gouvernance, Perspectives comparées et pluridisciplinaires, Rapport de recherche*, Mission de Recherche Droit et Justice, 2017.

HCGE, *Guide d'application du code Afep-Medef de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées de janvier 2020*, Mars 2020.

HCGE, *Rapport du Haut Comité du gouvernement d'entreprise*, décembre 2019.

IFGE, *Rapport 2018 sur les entreprises faisant référence au code de gouvernance Middlenext en 2017*, février 2019.

IGOPP, 7^{ème} prise de position : *Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote (« proxy advisors ») : Quelques recommandations de politique*, 2013.

NOTAT Nicole, SENARD Jean-Dominique, « L'entreprise, objet d'intérêt collectif », *Rapport aux Ministres de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l'Economie et des Finances du Travail*, mars 2018, p.4.

ARTICLES

BERTHILLON Florent, « L'appréciation du principe comply or explain au regard de la rémunération des dirigeants », Dossier Le code de gouvernance d'entreprise : Quel cadre juridique ? Quelles pratiques ? *Journal des sociétés*, n°154, juillet 2017, p.49-52.

BLONDEL Caroline, LANCRI Maria, « Intérêt social élargi, raison d'être et société à mission dans la loi Pacte : la grande illusion ? » *Revue internationale de la Compliance et de l'Ethique des Affaires* n°4, aout 2019.

DE ROULHAC Bruno, « La souplesse du code Middlenext séduit toujours plus », *L'AGEFI Quotidien*, 12 février 2019.

DEVAUX Rémi, « Le boycott de Facebook par les annonceurs rebat les cartes de l'industrie publicitaire », *Le Monde*, 02 juillet 2020.

FASTERLING Bjorn, DUHAMEL Jean-Christophe, « Le Comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *Revue internationale de droit économique*, n°2, p.129-157.

FAVARIO Thierry, « L'administrateur indépendant », Dossier Le code de gouvernance d'entreprise : Quel cadre juridique ? Quelles pratiques ? *Journal des sociétés*, n°154, juillet 2017, p.34-36.

FLUCKINGER Alexandre, « Pourquoi respectons-nous la soft law ? Le rôle des émotions et des techniques de manipulation », *Revue européenne des sciences sociales*, XLVII-144, 2009, p.73-103.

GRANIER Cécile, « La rémunération des dirigeants sociaux au sein des codes de gouvernance » Dossier Le code de gouvernance d'entreprise : Quel cadre juridique ? Quelles pratiques ? *Journal des sociétés*, n°154, juillet 2017, p.41-44.

HOPT Klaus, “Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International regulation”, *Law Working Paper*, n°170/2011, January 2011, p.14.

JULIEN Mathilde, « Le choix du code Afep-Medef comme code de référence », Dossier Le code de gouvernance d'entreprise : Quel cadre juridique ? Quelles pratiques ? *Journal des sociétés*, n°154, juillet 2017, p.13-15.

MAGNIER Véronique, « Le principe “se conformer ou s'expliquer”, une consécration en trompe l'œil ? » *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°23, 2008.

MAY Nicole. « La chute de la maison Andersen », *Flux*, n°51, 2003, p.75-82.

MAZUYER Emmanuelle, « La gouvernance d'entreprise : Quel cadre juridique ? Quelles pratiques ? », Dossier Le code de gouvernance d'entreprise : Quel cadre juridique ? Quelles pratiques ? *Journal des sociétés*, n°154, juillet 2017, p.9-12.

MORIN Julien, « L'impact de l'affaire Carlos Ghosn sur les marques Renault-Nissan-Mitsubishi », *Stratégies*, 2018.

MORTH Ulrika, *Soft Law and New Modes of EU Governance – A Democratic Problem?* Paper presented in Darmstadt, Novembre 2005.

ORANGE Martine, « Vivendi Universal, la chute », *Le Monde*, 25 juin 2002.

WEBOGRAPHIE

dalloz.fr

lexis360.fr

lextenso.fr

efl.fr

legifrance.gouv.fr

TABLE DES MATIERES

Page de garde	
Stage	
Remerciements	
Résumé	1
Sommaire.....	2
Introduction.....	3
Chapitre 1 : Les objectifs du principe <i>comply or explain</i> entravés par des difficultés de mise en œuvre.....	8
Section 1 : Un principe de droit souple favorable à une visibilité des pratiques de gouvernance mises en œuvre par les entreprises.....	8
§1 La recherche d'une transparence au travers de l'application du principe.....	8
A) Les référentiels promoteurs des pratiques de bonne gouvernance.....	8
1. La notion de bonne gouvernance véhiculée par les codes de gouvernance.....	9
2. Le choix libre des entreprises quant au code de gouvernance appliqué.....	10
B) L'aspect <i>explain</i> favorable à une meilleure visibilité des pratiques mises en œuvre au sein des sociétés.....	12
1. Un principe souple adapté à la diversité des entreprises.....	12
2. La transparence imposée en tant que contrepartie de la souplesse.....	13
§2 Un principe affaibli par des difficultés inhérentes aux règles de droit souple.....	14
A) Une absence de caractère normatif.....	15
1. L'absence de sanction juridique.....	15
2. La rémunération des dirigeants illustrative d'une concurrence de la loi.....	16
B) Les origines des règles de droit souples critiquées.....	18
1. Un principe de droit souple, source d'instabilité juridique.....	18
2. La légitimité des acteurs à l'origine des codes de gouvernance en cause.....	20
Section 2 : L'ensemble du principe affecté par les difficultés respectives liées à la mise en œuvre du <i>comply</i> et de l' <i>explain</i>	21
§1 L'exigence de conformité remise en cause par la qualité des référentiels.....	22
A) Le contenu des codes de gouvernance desservi par leur forme.....	22
1. Une imbrication entre éléments de droit souple et droit dur.....	22
2. Une confusion quant à la force des recommandations.....	24

B) Des difficultés d'interprétation en raison de la subjectivité des recommandations.....	26
1. Les recommandations, entre vœux pieux et exigences réalistes.....	26
2. L'exemple de l'indépendance et de la déontologie des administrateurs.....	27
§2 Un principe à l'équilibre rompu en raison de la faiblesse de l' <i>explain</i>	29
A) Une pratique peu usitée par les entreprises.....	29
1. Un manque de rigueur quant à la qualité des informations transmises.....	29
2. L'absence d'encadrement législatif autour de l' <i>explain</i>	31
B) Les incertitudes quant à la standardisation des informations en matière de gouvernance.....	33
1. Une standardisation des explications utiles pour les entreprises.....	33
2. Une standardisation contraire à l'esprit du principe.....	34
Chapitre 2 : L'application du principe <i>comply or explain</i> contrôlée par les acteurs du marché.....	37
Section 1 : L'efficacité du principe influencée par la réputation des entreprises sur le marché.....	37
§1 Les informations transmises par les entreprises essentielles à la mise en œuvre du contrôle	37
A) La nécessité de transmettre une image positive au regard d'un contexte favorable à la RSE.....	38
1. Le marché financier, véritable contrôleur du principe.....	38
2. L'efficacité de la sanction « <i>name and shame</i> » dans ce contexte réputationnel..	40
B) Une responsabilisation des entreprises remise en cause par la pression exercée sur le marché.....	41
1. Les entreprises responsabilisées au travers de l'élaboration de l'information....	41
2. La pression du marché génératrice de dérives au sein des entreprises.....	43
§2 Les investisseurs, principaux destinataires des informations en matière de gouvernance d'entreprise.....	45
A) L'évaluation des entreprises effectuée par les investisseurs.....	45
1. Le comportement des investisseurs face aux entreprises.....	45
2. Le recours aux <i>proxy advisors</i>	47
B) Les pratiques de bonne gouvernance concurrencées par l'indice financier.....	48
1. Les performances économiques, seul élément d'évaluation des investisseurs....	49

2. L'évaluation des pratiques de bonne gouvernance au regard des performances économiques.....	50
Section 2 : La nécessaire amélioration du principe malgré le contrôle effectué par les organismes indépendants.....	52
§1 Les organismes indépendants à l'origine d'un examen incomplet du principe.....	52
A) Un contrôle basé sur l'intervention d'un organisme public et privé.....	52
1. Le contrôle effectué par l'Autorité des marchés financiers.....	52
2. Le suivi du Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise.....	54
B) La mise en œuvre de sanctions de droit commun entravée par les difficultés liées au contrôle.....	56
1. L'absence de vérification des déclarations.....	56
2. Le recours aux sanctions de droit commun.....	58
§2 Les critiques du principe, fruits d'une réflexion destinée à améliorer son efficacité.	59
A) Des mesures fondées sur une meilleure responsabilisation des entreprises.....	59
1. La mise en place d'un système de récompenses et pénalités.....	60
2. La raison d'être et l'entreprise à mission.....	61
B) La mise en œuvre d'un corégulation.....	63
Signes et acronymes	
Bibliographie	
Webographie	
Table des matières	