

# La loi Grenelle II où le temps de réviser la gouvernance actionnariale : propos iconoclastes d'un juriste sur l'avenir des théories économiques et financières\*

Ivan TCHOTOURIAN

Maître de conférences (Université de Nantes)

Membre de l'I.R.D.P. (E.A. 1166, Université de Nantes)

Chercheur associé à Sorbonne-Finance (Université Paris 1-Panthéon Sorbonne)

et à la Chaire en gouvernance et droit des affaires (Université de Montréal)

Ancien titulaire de la Bourse de recherche Lavoisier (EGIDE)

[ivan.tchotourian@univ-nantes.fr](mailto:ivan.tchotourian@univ-nantes.fr)

1<sup>ère</sup> version

(Merci de citer ce papier en respectant la référence Papyrus)

La théorie de l'agence est le cadre d'analyse traditionnelle de la gouvernance d'entreprise. La concentration des théories financières et managériales autour de la seule relation actionnaires-dirigeants a conduit à l'avènement au cours des années 80 de la gouvernance actionnariale et financière, dont les instruments financiers, comptables et juridiques se sont faits les relais. Cependant, les préoccupations grandissantes en faveur du développement durable et de la RSE – et, plus globalement, le devenir de la planète – amènent à modifier cet état de fait. Si la théorie de l'agence doit être conservée comme fondement des règles de gouvernance tant elle constitue une lecture pertinente des enjeux de pouvoirs au sein des entreprises, le conflit d'intérêt doit être reconstruit *in futurum* sur la relation entreprise-civilisation. L'adoption de la loi n°2010-788 du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement autorise aujourd'hui cette refondation de la gouvernance d'entreprise.

Mots-clefs : Théorie de l'agence, Gouvernance actionnariale, Remise en cause, Développement durable et RSE, Loi n°2010-788 du 12 juillet 2010

*The agency theory is the traditional model of corporate governance. The focus of finance and management thinking on the relation between shareholders and directors has become a cornerstone of the corporate governance field. Finance, accountability and law were the relay of this way of thinking and built tools around this theory. But, the growing concern for sustainable development and corporate social responsibility – and the critical situation of the Earth – commands to reexamine agency theory and to propose a reflection on the causes and consequences of failures of governance instruments. If we conclude that the agency theory is always a relevant model to define the relation of powerful in firm, this theory must be change to take into account the conflict of interests between the firm and the Society. The French law of July 12 2010 is an opportunity to propose new foundations for corporate governance.*

Key Words: Agency Theory, Shareholder Corporate Governance, New Conception, Sustainable Development and CSR, Law No 2010-788 July 12, 2010

Code de classification : G38, K22

\* Ce papier est une version préliminaire d'une étude qui doit être publiée dans *La Revue du financier*.

« Nous savons, nous, que les civilisations sont mortelles mais nous savons aussi que le pire n'est jamais certain »\*

## Introduction

**1. Retour sur la crise :** La crise économique et financière traversée par les plus grandes économies de la planète amène à repenser certains modèles qui étaient considérés comme acquis. Cette crise économique est protéiforme : elle est sociale, alimentaire, environnementale et sociétale<sup>1</sup>. Elle se situe à un moment de défis multiples de transformation du système social ; ses dimensions semblent se multiplier, se cumuler et/ou s'entrecroiser. Le séisme qui secoue le monde entier est une alerte d'ampleur dont les organisations supranationales et les États ne doivent pas ignorer le signal. L'inaptitude d'un certain modèle capitaliste à assurer le développement des sociétés – celui centré sur la croyance dans les vertus de marchés financiers autorégulés et qui ne font au droit qu'une place résiduelle – appelle à proposer des solutions innovantes pour que le système économique prenne davantage en compte les défis que dessine l'avenir. Loin de diaboliser les marchés qui ont l'aptitude à allouer efficacement les ressources qui s'y échangent, il convient de prendre conscience de leurs limites et de construire un encadrement de l'activité économique qui n'est plus soumise à un modèle de marché unique et total<sup>2</sup> inapte à bâtir des projets communs et porteurs de sens.

**2. Assumer un changement de cap dans le *corporate governance* :** Bien que les causes de la crise économiques et financière soient nombreuses et que beaucoup de solutions demeurent à l'heure actuelle en discussion, ces turbulences paraissent offrir l'opportunité de repenser la conception du progrès et de réviser le modèle de développement qui prévaut depuis le début des années 90. En d'autres termes, un changement de trajectoire doit être amorcé. C'est à cette modification des systèmes et des mentalités que nous consacrons cette étude en espérant que l'opinion exprimée ici suscitera la réflexion. Toutefois, il serait prétentieux de présenter dans le cadre de cette étude – et alors même que des spécialistes y consacrent des ouvrages<sup>3</sup> – l'ensemble des réformes micro et macroéconomiques qui devrait être mise en place ou, à tout le moins, discuté. Aussi, nous nous concentrerons *prima facie* sur les modifications qu'il serait opportun d'apporter au cadre normatif de la « bonne gouvernance » et aux théories financières qui se sont imposées depuis le milieu des années

---

\* C. Champaud, « Les fondements sociétaux de la « doctrine de l'entreprise » », dans *Mélanges J. Paillusseau*, Paris, Dalloz, 2003, p.117-164, *spéc.* p.164.

<sup>1</sup> J.-L. Amelon et J.-M. Cardebat, « Les nouveaux défis de l'internationalisation : quel développement international pour les entreprises après la crise ? », De Boeck, 2010, *spéc.* p.29.

<sup>2</sup> A. Supiot, « L'esprit de Philadelphie : la justice sociale face au marché total », Seuil, 2010, *spéc.* p.59 et s.

<sup>3</sup> Par exemple : « Vingt propositions pour réformer le capitalisme », G. Giraud et C. Renouard (dir.), Paris, Flammarion, 2009.

90<sup>4</sup>. La loi n°2010-788 du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement dite « Loi Grenelle II » semble autoriser une refondation de la gouvernance actionnariale et financière<sup>5</sup>.

**3. Loi Grenelle II et premiers questionnements :** La gouvernance d'entreprise exprime les relations entre les dirigeants d'entreprises et ceux à qui ils doivent rendre compte. Elle vise à définir des standards garantissant le bon fonctionnement des organes sociaux<sup>6</sup>. Force est de constater que la gouvernance des entreprises figure en bonne place des mécanismes responsables des difficultés que connaissent les économies mondiales. Si la globalisation et l'internationalisation des échanges ont indubitablement facilité l'hégémonie d'un système fondé sur la régulation conduisant à un moindre contrôle du risque, l'appât du gain des dirigeants sociaux et la recherche à n'importe quel prix d'un profit immédiat à distribuer aux actionnaires pour satisfaire leur appétit – faisant du cours boursier la référence et consacrant le concept d'« *entreprise Wall Street* »<sup>7</sup> – sont les grands responsables de la situation actuelle<sup>8</sup>. Pourtant, la question de faire du profit la finalité de tous les comportements dans le monde se pose à l'heure actuelle avec acuité, comme elle a pu déjà se poser au cours des années 90<sup>9</sup>. A travers la loi Grenelle II, le législateur donne la possibilité aux entreprises de se reconfigurer<sup>10</sup> et de s'éloigner de la machine à *cash flow* qui sert souvent à les décrire<sup>11</sup>. En exigeant des acteurs de l'économie la prise en compte de facteurs extra-financiers de nature environnementale ou sociale, le droit entend favoriser une prise de conscience des entreprises – mais, plus globalement, des acteurs des marchés – de la nécessité de maîtriser les risques, notamment ceux liés à des facteurs de nature extra-financière<sup>12</sup>. Ainsi, le droit des sociétés et des marchés incite la finance à placer l'entreprise face à une responsabilité « *élargie* »<sup>13</sup> dépassant celle qu'elle a vis-à-vis des actionnaires. Au final, ce texte législatif donne l'occasion de repenser le principal cadre analytique de la gouvernance d'entreprise construit autour de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants<sup>14</sup>.

<sup>4</sup> Sur le lien entre gouvernance et finance : J. Caby et G. Hirigoyen, « Création de Valeur et Gouvernance de l'Entreprise », Paris, Economica, 2005.

<sup>5</sup> Déjà : M. Capron, « Plus d'audace et d'originalité dans les propositions de nouveaux modes de gouvernance d'entreprise », *Entreprise Éthique*, octobre 2003, n°19.

<sup>6</sup> F. Parrat, « Le gouvernement d'entreprise », Dunod, 2003.

<sup>7</sup> M. Aglietta, « Démocratie actionnariale : faut-il renforcer le pouvoir des actionnaires ? », intervention au *Club recherche de l'IFA*, 5 mai 2010.

<sup>8</sup> J. De Ruyt, « Causes, effets et leçons de la crise financière », dans *La crise économique et financière de 2008-2009 : l'entrée dans le 21<sup>e</sup> siècle ?*, V. Dujardin et alii (dir.), Bruxelles, P.I.E. Peter Lang, 2010, p.35.

<sup>9</sup> P. Fabra, « Le profit est-il l'objectif ? », *Les Échos*, 5-6 novembre 1993, p.63.

<sup>10</sup> M. Maffesoli, « Du monde postmoderne à l'entreprise postmoderne », dans *Repenser l'entreprise*, J. Chaize et F. Torres (dir.), le cherche midi, 2008, p.55.

<sup>11</sup> C. A. Williams and J. M. Conleyst, « An Emerging Third Way? The Erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct », *Cornell International Law Journal*, 2005, Vol. 38, p.493.

<sup>12</sup> Soulignant les risques attachés au développement durable et à la RSE : J.-Y. Trochon et F. Vincke, « L'entreprise face à la mondialisation : opportunités et risques », Bruxelles, Bruylant, 2006, *spéc.* p.264 et s.

<sup>13</sup> « L'entreprise exposée à des responsabilités élargies », P. Imbs (dir.), Paris, éditions EMS, 2005.

<sup>14</sup> K. M. Eisenhardt, « Agency Theory: An Assessment and Review », *Academy of Management Review*, 1989, Vol. 14, n°1, p.57-74. Voir également *infra* note 24.

**4. Plan de l'étude :** La place aujourd'hui faite aux paradigmes de la *stakeholder theory*, du développement durable ou de la responsabilité sociale des entreprises (RSE) dans les littératures économiques, financières, gestionnaires ou encore, stratégiques n'est pas anodine et doit être rapprochée des évolutions législatives intervenues en France à l'été 2010. Si les croisements de ces nouvelles théories avec le droit ont pris corps dans la loi Grenelle II et démontrent que le droit est une science d'organisation<sup>15</sup> (II), ce texte s'inscrit dans un contexte mondial qui conduit à porter un regard différent sur ce qui a longtemps été la nature du conflit d'intérêts à la base de la relation d'agence (I).

## I - Une définition nouvelle du conflit d'intérêts

5. Les conséquences des difficultés rencontrées par les entreprises sur les marchés financiers amènent à renouveler le débat concernant les fondements théoriques de la gouvernance des entreprises (2). Bien que ces critiques à l'encontre d'une approche *stricto sensu* disciplinaire de la gouvernance d'entreprise soient anciennes<sup>16</sup> et demeurent encore minoritaires<sup>17</sup>, la situation mondiale au plan économique, environnemental et social amène à intensifier le débat (3). Au préalable, ce papier revient sur cette théorie fondatrice des recherches sur le gouvernement d'entreprise qu'est la théorie de l'agence, ainsi que sur sa mise en œuvre dans les paysages juridiques et financiers (1).

### 1 - Théorie de l'agence et gouvernance actionnariale

6. **L'application de la théorie de l'agence dans les mécanismes juridiques :** La théorie de l'agence se situe en amont de toute réflexion sur la gouvernance d'entreprise. La perception de l'entreprise en droit est influencée par les conceptions économiques et financières issues de l'école *Law and Economics* de l'université de Chicago développées à compter des années 60. Faisant peu appel à l'idée de collectivité ou d'institution, l'approche de l'entreprise est d'essence contractuelle. L'entreprise est construite sur un modèle actionnarial qui trouve ses bases sur une relation d'agence. Modèle

---

<sup>15</sup> Déjà : J. Paillusseau, « Le droit est une science d'organisation », *R.T.D.Com.*, 1989, p.1-35.

<sup>16</sup> Peuvent être cités les critiques socialistes ou institutionnalistes : J. K. Galbraith, « Le nouvel Etat industriel », Paris, Gallimard, 1969 ; T. Veblen, « The Engineers and the Price System », New York, Viking, 1921.

<sup>17</sup> Dans la littérature financière : P.-Y. Gomez, « La théorie néolibérale du gouvernement des entreprises : critique d'un renversement critique », dans *Les études critiques en management*, D. Golsorkhi et al. (dir.), Presses Universitaires de Laval, 2009, p.234-259 ; M. T. Moore and A. Reberieux, « The Corporate Governance of the Firm as an Entity: Old Issues for the New Debate », in *The Firm as an Entity : Implications for Economics, Accounting and the Law*, Y. Biondi, A. Canziani and T. Kirat (Eds.), Routledge, 2007, p.348-374 ; P.-Y. Gomez and H. Korine, « Entrepreneurs and Democracy: A Political Theory of Corporate Governance », Cambridge University Press, 2008, *spéc.* p.251 et s. Dans la littérature juridique : L. L. Lan and L. Heracleous, « Rethinking Agency Theory: The View from Law », *Academy of Management Review*, 2010, Vol. 35, n°2, p.294-314 ; S. Rousseau et I. Tchotourian, « L'« intérêt social » en droit des sociétés – regards canadiens », *R.S.*, 2009, p.735-760 ; D. Danet, « Misère de la *corporate governance* », *R.I.D.E.*, 2008, n°4, p.407-433 ; K. Greenfield, « The Failure of Corporate Law : Fundamental Flaws and Progressive Possibilities », Chicago, The University of Chicago Press, 2006 ; L. A. Stout, « Share price as a Poor Criterion for Good Corporate Law », *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-7*, January 2005, <http://ssrn.com/abstract=660622>.

développé par Alchian et Demsetz à propos de la fonction de production des entreprises<sup>18</sup>, les professeurs Jensen et Meckling ont été au-delà de cette fonction : « (...) *contractual relations are the essence of the firm, not only with employees but with suppliers, customers, creditors, etc. (...) the firm is simply one form of legal fiction which serves a nexus for contracting relationships* »<sup>19</sup>. L'entreprise est alors perçue comme un habillage de contrats interindividuels<sup>20</sup> où le processus contractuel domine les affaires internes de l'entreprise. Mais, les divergences d'intérêts entre individus font que les relations de coopération (qualifiées de relation d'agence) s'accompagnent de conflits inducteurs de coûts réduisant les gains potentiels issus de la coopération. Le principal doit alors mobiliser des processus et instruments de contrôle qui permettent de contrôler et d'inciter l'agent à œuvrer dans le sens de ses intérêts et d'exercer ainsi un *corporate governance* approprié. Or, les actionnaires se voient accorder un rôle privilégié<sup>21</sup>. En tant que propriétaires capitalistes, les actionnaires sont les meilleurs garants de la bonne gestion de l'entreprise. Ils sont les créanciers résiduels qui supportent le risque entrepreneurial<sup>22</sup>, le contrat d'entreprise, contrairement au contrat de travail ou au contrat de prêt, ne spécifiant aucune rémunération *ex ante*<sup>23</sup>. A ce titre, les actionnaires doivent pouvoir influencer l'entreprise et la contraindre à maximiser le profit<sup>24</sup>. Ils embauchent l'équipe managériale pour mener à bien la gestion de l'entreprise. La direction de l'entreprise (essentiellement le conseil d'administration élu par les actionnaires) est alors considérée comme l'organe chargé de s'assurer que les dirigeants (les agents) agissent dans l'intérêt des actionnaires (le principal), *dogma* dont le droit américain va se faire le relais<sup>25</sup>. Visant la poursuite de leurs intérêts, les dirigeants sont enclins au comportement stratégique et à l'opportunisme<sup>26</sup> source d'inefficiences pour leurs entreprises,

---

<sup>18</sup> A. A. Alchian and H. Demsetz, « Production, Information Costs, and Economic Organization », *Economic Review*, 1972, Vol. 62, n°5, p.777-795.

<sup>19</sup> M. C. Jensen and W. H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 1976, Vol. 3, p.305-360, *spéc.* p.310.

<sup>20</sup> Y. Pesqueux, « Organisations : Modèles et représentations », 1<sup>ère</sup> éd., 2002, P.U.F., *spéc.* p.118. Egalement : M. C. Jensen and W. H. Meckling, « Rights and Production Functions: an Application to Labour, Management, Firms and Codetermination », *Journal of Business*, 1979, Vol. 52, n°4.

<sup>21</sup> H. Hansmann and R. Kraakman, « Agency Problems and Legal Strategies », in *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, R. Kraakman and al. (Eds.), Oxford, New-York, Auckland etc, Oxford University Press, 2004, p.21-31 ; D. G. Smith, « The Shareholder Primacy Norm », *Journal of Corporate Law*, 1998, Vol. 23, p.277.

<sup>22</sup> F. Easterbrook and D. Fischel, « The Economic Structure of Corporate Law », Cambridge and London, Harvard University Press, 1993.

<sup>23</sup> W. A. Klein and J. C. Coffee, « Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles », New York, Foundation Press, 2006, *spéc.* p.123.

<sup>24</sup> H. Hansmann and R. Kraakman, « Toward a Single Model of Corporate Law? », in *Corporate Governance Regimes. Convergence and Diversity*, J. Mc Cahery and al. (Eds.), Oxford University Press, 2002, p.56-82.

<sup>25</sup> A titre d'illustration : J. Coffee, « The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications », *Northwestern University Law Review*, 1999, Vol. 93, p.641-707 ; H. Hansmann and R. Kraakman, « The End of History for Corporate Law », *Law and Economics Working Paper n°235*, 2000, <http://papers.ssrn.com/abstract=204528> ; R. Romano, « Corporate Law and Corporate Governance », *Industrial and Corporate Change*, 1996, Vol. 5, p.277-339 ; R. Kraakman, « Corporate Liabilities Strategies and the Cost of Legal Controls », *Yale Law Journal*, 1984, Vol. 93, p.857-898 ; R. Hessen, « In Defense of the Corporations », Stanford, CA: Hoover Institution Press, 1979.

<sup>26</sup> O. E. Williamson, « The Economic Institutions of Capitalism », New York, Free Press, 1985.

inefficience renforcée par l'asymétrie informationnelle que savent exploiter ces derniers afin de s'émanciper des contrôles pesant sur eux.

**7. La finance en tant que dispositif d'appui de la gouvernance actionnariale<sup>27</sup>** : Non sans être critiquée<sup>28</sup>, la finance s'est dirigée dans une voie identique en assimilant création de valeur et création de valeur pour l'actionnaire. La méthodologie de la théorie financière a largement emprunté à la théorie néoclassique de la firme. En effet, les théories financières s'attachent moins à prévoir une croissance raisonnable de l'entreprise<sup>29</sup> qu'à déterminer le risque relatif d'une action et à rejeter toute perspective à long terme<sup>30</sup>. L'idéologie dominante est celle d'une entreprise perçue au regard du critère des marchés financiers<sup>31</sup>. La logique qui fonde le système comptable repose sur une définition de la propriété selon laquelle une société est la propriété de ses actionnaires ; lesquels sont les seuls à avoir le droit de s'approprier le résidu supposé égal au profit comptable<sup>32</sup>. Sous les hypothèses d'efficience, de rationalité et de symétrie d'information, la théorie financière a fait de la valeur de la capitalisation boursière un objectif. La crainte évoquée par certains spécialistes de reconfigurer l'entreprise sur la base d'un critère purement financier s'est concrétisée d'autant plus facilement que la théorie financière a fourni dans le cas des sociétés cotées un modèle d'évaluation de la valeur pour l'actionnaire<sup>33</sup>. L'entreprise apparaît alors comme un actif pur dont il s'agit de maximiser la valeur boursière<sup>34</sup>.

## 2 - Contestation du fondement de la théorie de l'agence

**8.** La théorie de l'agence fait face, depuis quelques temps, à des critiques multiples tenant aux limites attachées à la rationalité ou à la priorité accordée à l'actionnaire<sup>35</sup>. Cependant, la crise financière et

<sup>27</sup> R. Pérez, « La gouvernance de l'entreprise », Paris, La Découverte, 2003, *spéc.* p.47 et s.

<sup>28</sup> G. Marzo, « Economics and finance of the firm as an entity », in *The Firm as an Entity : Implications for Economics, Accounting and the Law*, Y. Biondi, A. Canziani and T. Kirat (Eds.), Routledge, 2007, p.317-347. Plus ancien : A. Orléan, « Le pouvoir de la finance », Paris, Odile Jacob, 1999, *spéc.* p.210 et s.

<sup>29</sup> J. B. Williams, « The Theory of Investment Value », Cambridge, Harvard University Press, 1938.

<sup>30</sup> Voir la « *théorie du portefeuille* » développée par Markowitz et le modèle d'équilibre des actifs financiers (« *Capital Assets Pricing Model* ») qui est venu la compléter à partir du début des années 90. Pour une histoire des théories financières modernes : P. L. Bernstein, « *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street* », New York : Free Press, 1992.

<sup>31</sup> Y. Pesqueux, « Organisations : Modèles et représentations », 1<sup>ère</sup> éd., 2002, Paris, P.U.F., *spéc.* p.129 et p.132.

<sup>32</sup> L'avènement des normes comptables IFRS peut être interprété en ce sens (notamment : M. Capron, « Les enjeux de la mise en œuvre des normes comptables internationales », dans *Les normes comptables internationales, instruments du capitalisme financier*, Paris, La Découverte, 2005, p.5-26).

<sup>33</sup> M.-A. Caron et M.-F. Turcotte, « La métaphore de la mesure : étude du potentiel régulateur des pratiques de divulgation en matière de développement durable », dans *Responsabilité sociale : vers une communication des entreprises ?*, Paris, Septentrion, 2006, p.155-176, *spéc.* p.163 et s.

<sup>34</sup> M. Aglietta et A. Rebérioux, « Dérives du capitalisme financier », Paris, Albin Michel, 2004, *spéc.* p.169 et s.

<sup>35</sup> Notre propos n'est pas d'évoquer ces critiques qui remettent en cause *per se* la théorie de l'agence. Pour des critiques : G. Charreaux et P. Wirtz, « Gouvernance des Entreprises : Nouvelles perspectives », Paris, Economica, 2006. En plus des critiques de nature économique et financière, le droit ne fait plus appel à la notion de mandataire (qui renvoie à celle d'agent) pour décrire la situation des dirigeants sociaux vis-à-vis des actionnaires.



économique fait naître une critique plus forte à l'encontre de la théorie de l'agence. Cette crise loin d'avoir démontré un conflit d'intérêts entre actionnaires et dirigeants d'entreprise – conflit d'intérêts sur lequel est construite la gouvernance d'entreprise –, n'a-t-elle pas démontré *a contrario* l'existence d'une collusion entre ces deux acteurs de la gouvernance ? En d'autres termes, le conflit d'intérêts censé exister entre actionnaires et dirigeants ne s'est-il pas transformé en union d'intérêts et n'a-t-il pas tourné en escroquerie<sup>36</sup> ? Du côté des actionnaires, l'illustration peut être prise de leur manque de réactivité et de contestation à l'encontre de la direction de leur entreprise dans un contexte économique troublé dont les dernières assemblées générales sont les témoins<sup>37</sup> et ce, en dépit d'une rémunération toujours plus élevée des dirigeants<sup>38</sup> et d'un renforcement de leurs prérogatives de contrôle<sup>39</sup>. De plus, la place croissante des investisseurs institutionnels a peu changé la donne et a été source d'une prise de risque élevée en raison du portefeuille diversifié de ces investisseurs. Les mauvais calculs et les déraisons de nombre de dirigeants des grandes entreprises et des établissements financiers n'ont pas conduit à une fronde des actionnaires malgré les annonces dans la presse, loin s'en faut. Du côté des dirigeants, il suffit d'évoquer la multiplication ces dernières années des mécanismes de rémunération indexés sur le cours boursier qui n'ont fait qu'inciter les dirigeants à prendre davantage de risques<sup>40</sup> et aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires. En outre, l'actualité ne montre pas que les dirigeants ont soutenu les salariés au détriment des actionnaires. Le principal et l'agent se sont donc entendus, non seulement pour faire de la valeur boursière leur préoccupation première en favorisant des taux de profit démesurés ou des politiques d'investissement court-termistes<sup>41</sup>, mais encore pour limiter la répartition de la valeur ajoutée des entreprises à leur seul bénéfice<sup>42</sup>. Le conflit d'intérêts est devenu harmonie.

---

<sup>36</sup> J. K. Galbraith, « Les mensonges de l'économie », Paris, Essai, éd. Grasset, 2004, *spéc.* p.44.

<sup>37</sup> En dépit de ce qu'annonçaient les journaux financiers, les assemblées générales d'actionnaires qui se sont tenues en 2009 et 2010 n'ont donné lieu qu'à peu de révoltes des actionnaires.

<sup>38</sup> R. Thomas, « International Executive Pay: Current Practices and Future Trends », *Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 08-26*, 2008, <http://papers.ssrn.com/abstract=1265122> ; Hay Group, « How Chief Executives are paid », January 2008.

<sup>39</sup> Voir l'adoption récente du *Dodd-Frank Act* aux Etats-Unis à l'été 2010 : I. Tchotourian, « Gouvernance d'entreprise et rémunération à l'aune de la nouvelle régulation financière américaine », *Bull. Joly Bourse*, septembre-octobre 2010, n°5, p.376-377. Pour une présentation des initiatives européennes : G. A. Ferrarini, N. Moloney and M.-C. Ungureanu, « Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis », *ECGI Law Working Paper No. 126/2009*, August 2009, <http://ssrn.com/abstract=1418463>. Plus globalement : J.-J. Caussain, « Le gouvernement d'entreprise : Le pouvoir rendu aux actionnaires », Litec, 2005.

<sup>40</sup> L'effet pervers des systèmes incitatifs de rémunération des dirigeants a été démontré dans la littérature financière.

<sup>41</sup> S. Montagne, « Le court-termisme institutionnalisé : les effets de la gestion de portefeuille déléguée », *Les fonds souverains, Revue d'Economie Financière, Revue de l'association d'Economie Financière*, hors-série, 2009.

<sup>42</sup> A propos des discussions en France : Centre d'Analyse Stratégique, « Faut-il rééquilibrer le partage de la valeur ajoutée et des profits en faveur des salariés ? », *La note de veille*, n°133, mai 2009 ; Centre d'Analyse Stratégique, « Après la crise, quelles pistes de changement dans la régulation du capitalisme ? », *La note de veille*, n°120, janvier 2009.

### 3 - Pour la consécration d'un conflit d'intérêts externe

**9. Un conflit d'intérêts interne aujourd'hui inadapté :** La théorie de l'agence est à la base de l'approche traditionnelle du *corporate governance*. Celui-ci est d'essence disciplinaire et encadre les décisions des dirigeants afin d'éviter que ces dernières ne s'écartent de l'objectif de création de valeur pour l'actionnaire. Néanmoins, à l'instar de ce que démontre le professeur Gomez<sup>43</sup>, le contexte économique, financier et social doit amener à renouveler en profondeur la réflexion sur la pertinence des fondations du modèle de gouvernance actionnariale et financière. En effet, le modèle de la théorie de l'agence est-il encore approprié à l'environnement économique mondial du début des années 2000 caractérisé par une « *entreprisisation du monde* »<sup>44</sup> faisant d'une pratique écologiquement et socialement responsable un authentique *leitmotiv* ? Alors que les théoriciens de la finance limitent les conflits d'intérêts à un aspect interne – et ce, de manière limitée puisque ne prenant en compte que les rapports entre dirigeants et actionnaires –, n'est-il pas temps de consacrer l'existence de conflits d'intérêts externes et de repenser corrélativement la théorie de l'agence<sup>45</sup> ? Certaines questions, longtemps éludées au plan économique et entrepreneurial, méritent d'être portées à l'avant-scène et appellent à bâtir la gouvernance d'entreprise sur un autre soubassement qu'une théorie de l'agence conçue restrictivement. Pour l'essentiel, ces interrogations sont liées aux défis du développement durable et de la RSE. De profonds changements planétaires s'opèrent dans le monde notamment en termes de pollution, de destruction de la couche d'ozone, d'épuisement des énergies fossiles, du réchauffement climatique, de l'utilisation accrue des ressources naturelles – pour n'évoquer que les facteurs climatiques<sup>46</sup> –. Le développement durable et la RSE sont devenus une réalité qu'on ne saurait passer sous silence sans hypothéquer la survie des générations à venir. Convient-il de rappeler les statistiques publiées par le Groupe international d'experts sur le changement climatique qui a estimé que, d'ici à 2100, le niveau des mers grimperait dans de fortes proportions et qui, en 2009, n'a pas hésité à revoir à la hausse ses prévisions ? Longtemps considérés comme des externalités, cette analyse du développement durable et de la RSE se révèle aujourd'hui insuffisante pour apporter une solution aux problèmes écologiques, sociaux et sociétaux<sup>47</sup>. La sphère productive a fonctionné selon des normes marquées au sceau de l'irréalité à long-terme. La recherche de la maximisation de la

---

<sup>43</sup> P.-Y. Gomez, « La gouvernance actionnariale et financière : Une méprise théorique », *R.F.G.*, novembre-décembre 2009, Vol. 35, n°198-199, p.369-391.

<sup>44</sup> A. Solé, « L'entreprise, notre futur », dans *Repenser l'entreprise*, J. Chaize et F. Torres (dir.), Paris, le cherche midi, 2008, p.27-54.

<sup>45</sup> Cette proposition rejoint celle faite par de Boissieu de mettre fin à la distinction entre microéconomie et macroéconomie (C. de Boissieu, « Oublions la distinction macro-micro, pensons global ! », dans *Repenser l'entreprise*, J. Chaize et F. Torres (dir.), Paris, le cherche midi, 2008, p.101-105). Si les normes de gouvernance d'entreprise se situent au niveau microéconomique, leurs conséquences et leurs prolongements s'inscrivent dans une sphère macroéconomique.

<sup>46</sup> Outre le climat, il faudrait mentionner la lutte contre la misère, l'accès aux soins, la liberté d'expression, la réduction des inégalités des revenus, les conditions de travail décentes, le respect des droits de l'homme.

<sup>47</sup> Dénonçant le comportement des entreprises multinationales : C. Renouard, « La responsabilité éthique des multinationales », Paris, P.U.F., 2007 ; J. Ziegler, « L'empire de la honte », Paris, Fayard, 2005 ; L. E. Mitchell, « La firme irresponsable ... », Paris, Economica, 2001.



valeur actionnariale a mis face-à-face les entreprises et les citoyens du monde. « *Aucun problème ne [pouvant] être résolu sans changer l'état d'esprit qui l'a engendré* »<sup>48</sup>, il convient donc d'explorer des voies nouvelles et de positionner le système de gouvernance d'entreprise de manière différente. Eu égard à cette situation préoccupante quant à l'avenir de la planète, le concept de conflit d'intérêts doit être défini de manière plus large entre, d'un côté, l'entreprise (représentée par ses dirigeants et ses actionnaires et constituant l'agent) et, d'un autre côté, la société civile et, plus globalement, la civilisation contemporaine (représentée par les Etats, les marchés, les organisations supranationales, les citoyens, les ONG, ... constituant le principal). L'entreprise n'est-elle pas finalement une affaire de société<sup>49</sup> ? Sans exclure l'approche contractuelle *a priori*, il s'agirait de percevoir l'entreprise à travers un jeu de contrats multilatéraux catégoriel et coopératif entre les parties prenantes de l'entreprise<sup>50</sup>. Ainsi, la *stakeholder theory* constituerait un élargissement de la théorie de l'agence partageant avec celle-ci une conception de l'entreprise vue comme une association volontaire d'individus unis par un réseau de contrats et organisés afin d'atteindre un but particulier<sup>51</sup>.

**10. Une position qui s'inscrit dans le sens de l'histoire :** La proposition de réorienter la gouvernance d'entreprise ne doit pas étonner. L'histoire de la finance et du droit montre non seulement que l'entreprise a longtemps été analysée comme un acteur social qui devait composer avec la société dans laquelle elle s'insérait<sup>52</sup>, mais encore que la surreprésentation de la performance financière n'est qu'une tendance récente. D'une part, cet aspect de la finance a été envisagé à l'aube du XIX<sup>ème</sup> siècle par un chercheur comptable japonais, Kurosawa, qui a proposé l'imposition par l'État d'un prix de revient équitable aux entreprises, de manière à inverser le rapport de force entre l'État et les entreprises<sup>53</sup>. Dans la même idée, Rimailho, un entrepreneur devenu comptable a proposé une coopération confiante bâtie sur la mesure des apports de chacun à partir d'un système de facturations internes appuyé sur une comptabilité irréprochable<sup>54</sup>. L'idée que l'information comptable puisse être un bien public capable de jouer un rôle dans la régulation macroéconomique est alors omniprésente. Ce n'est que plus tard que cette idée s'est émoussée sous l'influence des pratiques comptables américaines et par la crainte du totalitarisme<sup>55</sup>. D'autre part, une partie de la doctrine

---

<sup>48</sup> Citation empruntée à Albert Einstein.

<sup>49</sup> R. Sainsaulieu, « L'entreprise, une affaire de société », Paris, Presses de la FNSP, 1992.

<sup>50</sup> R. E. Freeman and W. M. Evan, « Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation », *The Journal of Behaviour Economics*, 1990, Vol. 19, n°4, p.337-359, *spéc.* p.354.

<sup>51</sup> En ce sens : S. Mercier, « L'apport de la théorie des parties prenantes au management stratégique : une synthèse de la littérature », dans XI<sup>ème</sup> Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, 13 - 15 juin 2001, <http://www.strategie-aims.com/quebec/web/actes/f-152-cd.pdf>, *spéc.* p.19.

<sup>52</sup> M. Crozier et E. Friedberg, « L'acteur et le système », Paris, Seuil, 1977, *spéc.* p.15.

<sup>53</sup> A. Fujita et C. Garcia, « Kiyoshi Kurosawa : le premier samouraï de la comptabilité », dans *Les grands auteurs en comptabilité*, B. Colasse (dir.), Paris, éditions EMS, 2004, p.163.

<sup>54</sup> H. Bouquin et Y. Lemarchand, « Émile Rimailho : calcul des coûts et société », dans *Les grands auteurs en contrôle de gestion*, H. Bouquin (dir.), Paris, éditions EMS, 2005, p.77.

<sup>55</sup> Si les ordres professionnels s'investissent dans l'ouverture au développement durable et à la RSE (D. L. Owen, T. Swift, M. Bowerman and C. Humphreys, « The New Social Audits: Accountability, Managerial Capture or the Agenda of Social Chamion? », *European Accounting Review*, 2000, Vol. 9, n°1, p.81-98 ; R. H.

juridique voit dans l'entreprise une entité en elle-même qui s'ancre dans la société et non comme le résultat de contrats d'association<sup>56</sup>. Aux Etats-Unis, c'est dès le début du XX<sup>ème</sup> siècle que des analyses sont favorables à une large vision de l'entreprise<sup>57</sup>. Toutefois, ce sont les débats au milieu des années 30 entre les professeurs américains Berle et Dodd qui ouvrent le droit des sociétés à d'autres préoccupations que celles des actionnaires. Face à Berle qui défend une vision actionnariale de l'entreprise<sup>58</sup>, Dodd répond que les dirigeants sont responsables à l'égard de l'ensemble des groupes qui composent l'entreprise<sup>59</sup>. Finalement, Berle concède dans son livre publié quelques années après, que le droit des sociétés admet effectivement une perception large de l'objectif de l'entreprise<sup>60</sup>. En France, Ripert relève dès 1951 que l'entreprise est une institution qui s'entend comme une union du capital et du travail dont la fin est « (...) *le bien commun des hommes (...)* [et non] *la rémunération sans limite du capital par les bénéfices réalisés* »<sup>61</sup>. Proche, Paillusseau qualifie quelques années plus tard l'entreprise de « *réalité sociale* » reflétant un carrefour d'intérêts de force et de nature très divers<sup>62</sup>. Cet auteur confirme ses propos lorsqu'il écrit en 1984 et en 1988 que l'entreprise fait naître de multiples intérêts (entrepreneur, créanciers, salariés, multiples apporteurs de capitaux et dirigeants) que le droit est chargé d'organiser<sup>63</sup>.

---

Gray, D. Owen and C. Adams, « Accounting and Accountability. Changes and Challenges in Corporate Social and Environmental Reporting », London, New York, Prentice Hall Europe, 1996), les praticiens comptables hésitent à s'y engager (M.-A. Caron, A. Fortin et M. NasrEddine, « Les comptables et la RSE: une question de connaissances ou de compétences ? », *Revue internationale de gestion*, 2006, Vol. 31, n°2, p.92-100 ; J. Bebbington, R. Gray, I. Thomson and D. Walters, « Accountants' Attitudes and Environmentally-Sensitive Accounting », *Accounting and Business Research*, 2004, Vol. 24, n°94, p.109-120).

<sup>56</sup> Dans une étude précédente, nous avons démontré que le droit nord-américain n'était peut-être pas aussi axé sur les actionnaires que ses défenseurs le laissent entendre et qu'il se rapprochait en de nombreux points du droit français (I. Tchotourian, « Lorsque le droit nord-américain des sociétés dessine les nouvelles frontières de l'entreprise : les clés pour un autre futur ? », dans *La Revue des Sciences de Gestion*, mai-août 2010, n°243-244, p.81-88).

<sup>57</sup> J. M. Clark, « The Changing Basis of Economic Responsibility », *The Journal of Political Economy*, 1916, Vol. 24, n°3, p.209-229.

<sup>58</sup> A. A. Berle, « For Whom Corporate Managers Are Trustees : A Note », *Harvard Law Review*, 1932, Vol. 45, n°8, p.1365 ; A. A. Berle, « Corporate Powers As Powers In Trust », *Harvard Law Review*, 1931, Vol. 44, n°7, p.1049-1074, spéc. p.1049.

<sup>59</sup> E. M. Dodd, « Is Effective Enforcement of the Fiduciary Duties of Corporate Managers Practicable? », *The University of Chicago Law Review*, 1935, p.194-207 ; E. M. Dodd, « For Whom Corporate Managers are Trustees? », *Harvard Law Review*, 1932, Vol. 45, n°7, p.1145-1163, spéc. p.1148

<sup>60</sup> A. A. Berle, « The 20<sup>th</sup> Century Capitalist Revolution », New York, Harcourt Brace, 1954, spéc. p.169.

<sup>61</sup> G. Ripert, « Aspects juridiques du capitalisme moderne », Paris, L.G.D.J., 1951, spéc. p.279 et s., n°126. Egalement : G. Farjat, « Les « sujets » de l'entreprise », dans *Droit de l'entreprise dans ses relations externes à la fin du XX<sup>e</sup> siècle*, Dalloz, 1997, p.317-365 ; M. Despax, « L'entreprise et le droit », Paris, L.G.D.J., 1956, spéc. p.203 et s., n°187 et s.

<sup>62</sup> J. Paillusseau, « La société anonyme, technique d'organisation de l'entreprise », Paris, Sirey, 1967, spéc. p.99 et p.109.

<sup>63</sup> J. Paillusseau, « Les apports du droit de l'entreprise au concept de droit », *J.C.P.*, éd. E., Cahiers du Droit de l'entreprise, n°21, 22/05/1997, p. 3-12, spéc. p.8, n°45 ; « Le big bang du droit des affaires à la fin du XX<sup>ème</sup> siècle (ou les nouveaux fondements et notions du droit des affaires) », *J.C.P.*, éd. E., 1988, II. 15101, spéc. p.62 et s., n°42 et s. ; « Les fondements du droit moderne des sociétés », *J.C.P.*, éd. E., 1984. 14193, spéc. p.174, n°56. Cet auteur appartient au courant de pensée du nom de « *Doctrine de l'entreprise* » ou d'« *Ecole de Rennes* » auquel sont aussi rattachés les noms de juristes célèbres comme R. Percerou, R. Contin, H. Hovasse, C. Champaud.

## II - Une gestion adaptée à ce nouveau conflit d'intérêts

11. La loi Grenelle II contraint les entreprises à compléter leur *reporting* externe en rendant publiques plus d'informations extra-financières de meilleure qualité<sup>64</sup>. Toutefois, pour que ces informations soient prises en compte par le marché de capitaux, le droit valorise les pratiques « long-termistes » en favorisant l'investissement socialement responsable (ISR) et en sanctionnant l'irresponsabilité. Le droit français instaure *mutatis mutandis* des mécanismes internes – accroissement de la transparence – et externes – contrôle du marché et du droit – qui permettent de gérer le conflit d'intérêts externe tenant à l'asymétrie informationnelle bénéficiant aux entreprises<sup>65</sup> (1) et à leur comportement opportuniste<sup>66</sup> (2).

### 1 - Reporting extra-financier : l'asymétrie informationnelle en bout de ligne

12. Si les réformes amorcées au début des années 2000 ont fait de l'information sociale et environnementale « (...) *un des aspects de la communication financière obligatoirement réalisée* »<sup>67</sup> et ont donné lieu à de considérables progrès dans les pratiques des sociétés cotées<sup>68</sup>, elles ont témoigné de lacunes.

**13. Périmètre des entreprises assujetties :** L'une des nouveautés de l'article 225 de la loi Grenelle II réside dans l'extension des catégories d'entreprises assujetties. En plus des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, sont visées les sociétés « (...) *dont le total de bilan ou le chiffre d'affaires et le nombre de salariés excèdent des seuils fixés par décret en Conseil d'Etat* ». Le projet de loi renvoie à un seuil de cinq cents salariés et à un total de bilan est supérieur à 43 millions d'euros. Par ailleurs, sont expressément visés les mutuelles, unions et fédérations, les établissements de crédit, entreprises d'investissement et compagnies financières, quelle que soit leur forme juridique, les sociétés d'assurance mutuelles, les sociétés coopératives agricoles et les

---

<sup>64</sup> L'Amérique du Nord discute aussi de la place des informations extra-financières au regard des marchés, pour les Etats-Unis : I. Tchotourian, « La *Securities and Exchange Commission* se met au vert : le changement climatique envahit l'information financière », *Dépôt institutionnel numérique Papyrus*, Université de Montréal, <http://hdl.handle.net/1866/4036> ; C. A. Williams, « The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency », *Harvard Law Review*, 1998-1999, Vol. 112, p.1197 ; pour le Canada : A. A. Dhir, « Shadows and Light: Addressing Information Asymmetries Through Enhanced Social Disclosure in Canadian Securities Law », *Canadian Business Law Journal*, 2009, Vol. 47, n°3, p.435-468 ; S. Rousseau et I. Tchotourian, « Evolution des obligations environnementales des sociétés cotées canadiennes », *R.D.B.F.*, juillet-août 2008, n°4, p.74-79.

<sup>65</sup> La faible proportion d'entreprises respectant la loi NRE et les limites inhérentes aux pratiques en termes de pertinence, de fiabilité et de comparabilité des données divulguées constituent autant de marques de cette asymétrie informationnelle.

<sup>66</sup> Voir les études citées en note 52.

<sup>67</sup> F. G. Trébulle, « Responsabilité sociale des entreprises », dans *Répertoire Sociétés*, Paris, Dalloz, 2003, *spéc.* p.8, n°31.

<sup>68</sup> « Evolution du dispositif NRE – Synthèse des avis des parties concernées », 4 septembre 2009, Rapport du Service de l'économie de l'évaluation et de l'intégration du développement durable, Sous-direction de l'intégration du développement durable par les acteurs économiques.

coopératives objets de la loi du 10 septembre 1947. L'article 226 de la loi précise enfin que le dispositif s'applique à l'ensemble des entreprises et établissements publics.

**14. Nature des informations :** Si la loi Grenelle II renvoie à un décret remplaçant celui du 2 février 2002, l'article 225 dégage deux principes quant aux informations extra-financières et quant au degré de détail de leur restitution. Premièrement, les informations devront être cohérentes avec les textes européens et internationaux. Ainsi, le contexte international a une forte incidence sur le futur décret. Judicieuse afin de ne pas pénaliser les entreprises françaises, cette référence aux textes européens et internationaux induit un étalonnage des dispositions de la GRI (version 3) pour définir la pertinence<sup>69</sup> et la délimitation du périmètre de *reporting*<sup>70</sup>. Deuxièmement, les modalités de présentation des informations doivent permettre une comparaison des données. Mais, la rédaction de l'alinéa 8 de l'article L. 225-102-1 du Code de commerce interpelle. D'une part, l'extension expresse du périmètre de reddition aux sociétés contrôlées au sens des articles L. 233-1 et L. 233-3 du Code de commerce exclut les sociétés sur lesquelles l'entreprise assujettie exerce une influence notable au sens de l'article L. 233-16 qui, précisément, délimite le périmètre de consolidation des informations comptables. Cette différence entre les périmètres financier et extra-financier du *reporting* peut poser des problèmes de cohérence avec l'objectif poursuivi<sup>71</sup>. D'autre part, le texte érige en principe la consolidation des informations. Alors qu'un traitement individualisé est évoqué pour les filiales et sociétés contrôlées qui comportent des installations classées compte tenu de leur impact sur l'environnement, il ne concerne que les entités situées en France à l'exclusion de celles situées à l'étranger. Or, la compatibilité de ce traitement différencié de l'information et l'impact environnemental des filiales avec l'exigence de pertinence des performances environnementale, sociale et de gouvernance (ESG) est posée<sup>72</sup>.

**15. Destinataires des informations :** Le texte issu de la loi du 12 juillet 2010 apportait des réponses à divers points soulevés lors des débats du Grenelle de l'environnement en faisant expressément

---

<sup>69</sup> La pertinence ne se limite pas aux seuls thèmes ayant un impact financier significatif sur l'organisation. « (...) Il convient de déterminer la pertinence des informations au moyen de facteurs internes et externes tels que la mission globale d'une organisation et sa stratégie concurrentielle, les préoccupations exprimées directement par les parties prenantes, les attentes sociales et l'influence de l'organisation sur les entités en amont (chaîne d'approvisionnement, etc.) et en aval (clients, etc.) » (Lignes directrices GRI 3, chapitre Principes pour la détermination du contenu, paragraphe « Pertinence »).

<sup>70</sup> Le périmètre du rapport de développement durable doit inclure les entités sur lesquelles l'organisation exerce un contrôle ou une influence significative à la fois au sein et *via* ses relations avec différentes entités en amont et en aval.

<sup>71</sup> Plusieurs parties prenantes ont proposé lors du processus de Grenelle d'utiliser le périmètre défini par l'article L. 233-16 du Code de commerce visé à deux reprises dans l'article L. 225-102-1 du même code.

<sup>72</sup> Selon la GRI, l'organisation doit déterminer le niveau approprié d'agrégation des données communiquées. Cela requiert de trouver un juste équilibre entre l'effort à consentir pour faire cette opération et la valeur ajoutée potentielle de données non consolidées (d'un pays ou d'un site, par exemple). La consolidation des informations peut engendrer une perte de sens conséquente et empêcher la mise en valeur de la force ou de la faiblesse d'une performance spécifique. Inversement, une non-consolidation abusive de l'information peut en altérer la compréhension.

référence aux parties prenantes externes à l'entreprise. L'article 32 de la loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière a supprimé cet alinéa 6 de l'article L. 225-102-1 du Code de commerce. Toutefois, l'introduction, même temporaire, de la notion de parties prenantes dans cette partie du Code de commerce permet de comprendre l'esprit du nouveau dispositif et d'asseoir le rôle des *stakeholders* dans un contexte où l'implication des parties prenantes externes devient un vecteur stratégique de la RSE.

**16. Vérification des informations :** L'accent est mis sur les modalités de contrôle pour assurer la pertinence et la fiabilité des informations avec l'entrée en scène de la notion de « *vérificateurs indépendants* ». Bien que les modalités de vérification et le statut des organismes tiers indépendants requièrent un décret sur lequel nous ne pouvons nous prononcer ; les contours de ce qui constituera la base du succès du dispositif réglementaire peuvent être néanmoins dessinés. D'un côté, il n'y a plus de doute sur le fait qu'en cas d'omission de *reporting* des informations sociales et environnementales, la vérification par l'organisme tiers indépendant doit être plus approfondie et doit se traduire par une mention particulière dans le rapport du commissaire aux comptes<sup>73</sup>. Toutefois, il ne s'agira pas de sanctionner mais d'instaurer un débat au sein des conseils d'administration et avec les associés. D'un autre côté, les entreprises devront, dès 2012 pour les comptes de l'exercice 2011, s'assurer de la parfaite corrélation entre les informations extra-financières figurant dans le rapport de gestion et celles du rapport développement durable. Nul doute alors que le statut d'organisme tiers indépendant devra prévoir des règles strictes en matière d'incompatibilité entre les prestations de conseil en développement durable et cette activité de vérification, à l'instar des règles applicables aux commissaires aux comptes.

## **2 - ISR et responsabilisation : les comportements opportunistes en bout de ligne**

**17. L'ISR comme mesure d'incitation :** L'ISR est devenu un enjeu vital de l'économie du XXI<sup>ème</sup> siècle que la crise financière est venue souligner<sup>74</sup>. L'ISR impose *a minima* une prise en considération de critères autres que financiers<sup>75</sup> par les gérants de l'épargne collective que sont les investisseurs institutionnels<sup>76</sup>. Ces investisseurs peuvent alors confier la gestion financière, administrative et comptable de leurs produits financiers à des sociétés de gestion de portefeuilles d'investissement.

---

<sup>73</sup> Ministère de l'écologie, de l'énergie, du développement durable et de l'aménagement du territoire, « Projet de loi portant engagement national pour l'environnement », <http://www.developpement-durable.gouv.fr>.

<sup>74</sup> P. Bollon et C. Pardo, « L'ISR : Un vrai business, un enjeu vital », *Revue d'Economie Financière*, septembre 2006, n°85, p.9-15.

<sup>75</sup> C. De Brito, « ISR: comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestion ? », *Revue d'Economie Financière*, septembre 2006, n°85, p.151-170.

<sup>76</sup> Un rapport parlementaire récent indique que la finance ISR est gérée pour les trois quarts par les investisseurs institutionnels (Assemblée nationale, « Rapport portant engagement national pour l'environnement (n°1965) », Tome I, n°2449, 9 avril 2010, *spéc.* p.526).

Prestataires de services d'investissement et gérantes d'un capital pour le compte de tiers, les sociétés de gestion s'engagent à gérer de manière indépendante et dans l'intérêt exclusif de l'investisseur les sommes qui leur sont confiées<sup>77</sup>. A l'instar de ce qu'écrit le professeur Pérez<sup>78</sup>, l'ISR présente des liens ténus avec la gouvernance d'entreprise et l'*accountability*. Si les gérants doivent agir dans l'intérêt de leurs clients, ils doivent en parallèle respecter des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance, c'est-à-dire, les valeurs véhiculées par leurs fonds d'investissement. Or, ce sujet de la gouvernance des fonds d'investissement fait l'objet de la réforme de l'été 2010 qui oblige les gérants de portefeuilles et les SICAV autogérées à indiquer, dans leur rapport annuel et dans les documents à destination des souscripteurs, la prise en compte des préoccupations du développement durable et à préciser la manière dont ils le font. Il y a donc une obligation de transparence pour permettre aux investisseurs de distinguer les OPCVM retenant une approche sociale et environnementale des autres OPCVM. Mais, le texte va plus loin en rendant obligatoire la prise en compte de critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux ou de qualité de gouvernance dans la politique d'investissement des SICAV ou des sociétés de gestion. Contrairement au projet de loi, il ne s'agit donc plus de mentionner s'il y a eu prise en compte, mais les modalités mêmes de cette prise en compte, ce qui enlève *a fortiori* la liberté dont disposaient les gérants de portefeuilles d'utiliser des critères ESG dans leurs choix d'investissement. Toutefois, la réglementation française ne stipule pas la façon dont les gérants doivent prendre en compte les questions ESG dans leurs décisions d'investissement et les gérants demeurent donc libres de déterminer leurs critères d'investissement<sup>79</sup>.

**18. La responsabilité des sociétés mères comme mesure de surveillance :** L'article 227 de la loi Grenelle II institue deux régimes en fonction de la faute de la société mère à l'origine de l'impotence de la filiale face à ses obligations environnementales. La teneur des régimes diffère en ce que l'article 227-I envisage une responsabilité voulue, alors que l'article 227-II évoque une responsabilité subie. Premièrement, selon l'article L. 233-5-1 du Code de commerce, la société mère dont la responsabilité peut être engagée sur la base du volontariat est celle qui s'est engagée à assumer totalement ou partiellement, en cas de défaillance de la filiale, les obligations de prévention et de réparation incombant à celle-ci en vertu des articles L. 162-1 à L. 162-9 du Code de l'environnement, la loi soumettant cette décision à la procédure des conventions réglementées. Deuxièmement, rétablissant l'article L. 512-17 dans le Code de l'environnement, l'article 227-II consacre un régime de responsabilité des sociétés mères du fait des filiales qui exploitent des sites donnant lieu à une obligation de remise en état en fin d'activité. Il s'agit dans ce cas d'une responsabilité pour faute, celle-ci conditionnant la responsabilité tant de la société mère que de la société « *grand-mère* » ou « *arrière grand-mère* ». La filiale doit avoir été en proie à des difficultés économiques qui ont conduit à l'ouverture ou au prononcé à son encontre d'une procédure collective, et la faute de la mère doit être

<sup>77</sup> Articles L. 533-11 du Code monétaire et financier et 314-3 du Règlement général de l'AMF.

<sup>78</sup> R. Pérez, « L'actionnaire socialement responsable », *R.F.G.E.*, 2002, Vol. 5, n°141, p.131, *spéc.* p.133.

<sup>79</sup> I. Riassetto, « Fonds éthiques et sociétés commerciales », dans *Mélanges D. Schmidt*, Joly éditions, 2005, p.399-423, *spéc.* p.407, n°12.

« caractérisée » et avoir contribué à l'insuffisance financière de la filiale. Bien que la mise en œuvre de cette réforme puisse s'avérer difficile, il faudra scruter la réaction des juridictions face à ce dispositif innovant<sup>80</sup>.

## Conclusion

19. La théorie de l'agence doit faire du conflit d'intérêts externe son centre de gravité pour remettre la gouvernance des entreprises au service de l'homme et de la société. La loi Grenelle II<sup>81</sup> apporte un argument sérieux au soutien de cette opinion en fournissant les mécanismes internes et externes de gestion de ce type de conflit. Ce processus constitue un puissant témoignage de la remise en phase du système économique avec les attentes de la société. Or, la gouvernance actionnariale et financière bâtie sur le fondement d'une théorie contractuelle de l'agence étreinte néglige trop que l'entreprise est une institution de la société (quel que soit le *corpus* théorique employé : théorie socio-psychologique, théorie des conventions, ...)<sup>82</sup>. Ce changement de cadre du *corporate governance* a d'autant plus d'importance que, comme l'a récemment indiqué le Conseil d'Analyse Stratégique, ce n'est qu'au prix d'une gouvernance robuste que les investisseurs de long-terme contribueront utilement au financement de l'économie<sup>83</sup>.

---

<sup>80</sup> A. Jacquemin et B. Remiche, « Les magistrats économiques et la crise », éd. du CRISP, 1984, *spéc.* p.198.

<sup>81</sup> Une présentation complète des évolutions réglementaires de la loi Grenelle II va figurer dans un article à paraître en 2011 dans la *Revue internationale de droit international et de droit comparé* publié avec MM. Yann Queinnec et Louis-Daniel Muka-Tshibende.

<sup>82</sup> Par exemple : P. Tabatoni et P. Jarniou, « Les systèmes de gestion, politiques et structures », Paris, P.U.F., 1971.

<sup>83</sup> Conseil d'Analyse Stratégique, « Investissements et investisseurs de long terme », La documentation Française, 2010, *spéc.* p.53 et s.