



Chapitre de livre

2018

Published version

Open Access

This is the published version of the publication, made available in accordance with the publisher's policy.

Distinguer les structures actionnariales en gouvernance d'entreprise comparée

Philippe, Arnaud Frédéric

How to cite

PHILIPPE, Arnaud Frédéric. Distinguer les structures actionnariales en gouvernance d'entreprise comparée. In: Le droit comparé et le droit suisse. Rashid Bahar et Thomas Kadner Graziano (Ed.). Genève : Schulthess éditions romandes, 2018. p. 299–320. (Programme doctoral romand de droit)

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:151047>

ARNAUD PHILIPPE

Distinguer les structures actionnariales en gouvernance d'entreprise comparée

Introduction

La gouvernance d'entreprise est devenue un objet récurrent des débats politiques et doctrinaux de notre temps¹. Elle est invoquée comme solution aux scandales financiers et aux crises économiques ainsi qu'à des problèmes sociaux plus généraux, comme les inégalités de revenus, les discriminations à l'égard des femmes ou encore les violations des droits de l'homme². Bien que son usage soit ainsi répandu, la définition de la gouvernance d'entreprise ne fait pas l'objet d'un consensus. Dans le cadre de la présente contribution, il faut la comprendre comme l'ensemble des mesures organisationnelles prises par les sociétés pour répartir de manière optimale les pouvoirs entre et parmi les actionnaires, les membres du conseil d'administration et de la direction³.

La *corporate governance* apparut dans les années 1970 aux États-Unis, en réponse au pouvoir absolu des dirigeants sociaux, impliqués dans des affaires de corruption et des scandales financiers⁴. L'économie américaine n'en était pas moins considérée la première au monde et la gouvernance d'entreprises étrangères ne suscitait l'intérêt ni du législateur ni de la doctrine⁵. Ce n'est que dans les années 1980, alors que la productivité industrielle outre-Atlantique était en déclin et celles d'Allemagne et du Japon en plein essor, que l'intérêt pour les régimes de

¹ PARGENDLER, *passim* ; ZINGALES, p. 249.

² PARGENDLER, p. 7/13 ss.

³ ROE, p. 340. Voir également, OCDE, p. 9 (« La gouvernance d'entreprise fait référence aux relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes »); World Bank, p. 66 (« *Sound corporate governance is the optimal balance between controlling shareholders, minority shareholders, company managers and market regulators* »).

⁴ PARGENDLER, p. 7/13; ROE, p. 340.

⁵ ROE, p. 340.

gouvernance étrangers s'est éveillé et que la gouvernance d'entreprise comparée a prospéré⁶.

Cette discipline a pris une importance croissante ces dernières années. Dans notre économie globalisée, les ordres juridiques sont en compétition pour attirer des entreprises de plus en plus mobiles⁷ et les entreprises sont en compétition pour attirer des capitaux dont la mobilité s'est également accrue. Cette compétition suscite une fièvre de comparaisons en matière de gouvernance, parfois aux dépens d'un principe cardinal du droit comparé : il faut utiliser une approche fonctionnelle et se demander si le droit national doit poursuivre un but identique au droit étranger considéré⁸.

La présente contribution aborde deux situations dans lesquelles cette approche fonctionnelle est négligée : (1) la transplantation de l'arrangement de gouvernance de l'administrateur indépendant des États-Unis en Suisse et (2) l'élaboration d'indices qui classent les droits ou les sociétés cotées selon la protection qu'ils offrent aux investisseurs. Cette contribution s'inscrit dans le cadre analytique de la société anonyme cotée en bourse et se concentre sur le lien entre structure actionnariale et gouvernance. Je consacre quelques lignes à ce contexte général, avant d'aborder les deux situations problématiques de gouvernance d'entreprise comparée.

I. Cadre analytique

1. Différentes structures actionnariales et la situation en Suisse

Aux États-Unis, BERLE & MEANS ont relevé dans les années 1930 que l'actionnariat des sociétés anonymes publiques était largement dispersé et que les actionnaires ne détenaient en général qu'une participation infinitésimale au capital social⁹. Cette image de la société publique a été considérée valable dans d'autres pays, avant que la doctrine n'en étudie à nouveau la structure actionnariale à la fin du XX^{ème} siècle¹⁰.

⁶ PARGENDLER, p. 7; ROE, p. 340.

⁷ ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, Corporate Law, p. 25-27.

⁸ COOLS, Real Difference, p. 734.

⁹ BERLE/MEANS, *passim*. Voir également, ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, Corporate Law, p. 29 s.

¹⁰ LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SCHLEIFER, p. 471 s.

Elle a observé que l'actionnariat dispersé était typique de quelques rares juridictions, comme les États-Unis ou, dans une moindre mesure, l'Angleterre, mais qu'en Europe continentale, la structure actionnariale dominante était contrôlée ou concentrée, avec respectivement un ou quelques actionnaires qui peuvent élire la majorité des membres du conseil d'administration¹¹.

Bien que répandue en doctrine, la distinction entre structures actionnariales dispersée et concentrée est schématique et il faudrait idéalement l'assouplir pour qu'elle coïncide avec la réalité économique. Aux États-Unis, l'actionnariat dispersé, où aucun actionnaire ne détient plus d'un pourcent des droits de vote et ne peut se faire entendre des dirigeants sociaux, se raréfie depuis quelques décennies, à mesure qu'augmentent les participations des investisseurs institutionnels. En Suisse, en Allemagne et en France, la tendance est contraire et la concentration de l'actionnariat tend à diminuer¹². Les conséquences de cette évolution sur la gouvernance ne sont toutefois pas encore claires et, par souci de simplification, nous utilisons la distinction traditionnelle entre actionnariats dispersé et concentré.

En Suisse, la structure actionnariale dominante est contrôlée. J'ai prélevé le pourcentage des droits de vote des cinq principaux actionnaires importants (ceux dont la participation dépasse 5% de l'ensemble des voix¹³) au moment de la dernière assemblée générale ordinaire des 210 sociétés suisses cotées en bourse à SIX Swiss Exchange SA au 30 juin 2016¹⁴. Le tableau ci-dessous expose les pourcentages de sociétés dans lesquelles la participation du principal actionnaire (1), les participations cumulées des deux principaux actionnaires (2) jusqu'aux participations cumulées des cinq principaux actionnaires (3 à 5) dépassent les seuils de 20%, 25% et 33,33% des droits de vote.

Composition de l'actionnariat dans 210 sociétés cotées à SIX

	1	2	3	4	5
20 %	66,2	+ 13,3	+19,5	+21,4	+21,9
25 %	59,5	+12,4	+19,5	+23,8	+25,7
33,33 %	52,4	+8,1	+14,3	+19	+21,4

¹¹ LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SCHLEIFER, p. 492 ; ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *Corporate Law*, p. 29 s.

¹² Pour la Suisse, voir Commission des OPA, p. 10 ; PASQUIER-DORTHE *et al.*, p. 109.

¹³ Art. 663c al. 2 CO (le cas échéant, le pourcentage inférieur prévu par une clause d'agrément est déterminant).

¹⁴ 213 sociétés suisses étaient cotées à SIX au 30 juin 2016, mais une société en liquidation et deux sociétés qui avaient été la cible d'une OPA ont été ôtées de l'échantillon.

Les pourcentages de vote ont été déterminés sur la base de l'ensemble des votes, sans égard aux votes qui ne sont pas représentés à l'assemblée générale, attachés par exemple aux actions propres ou *dispo*¹⁵. L'assemblée générale prenant ses décisions à la majorité des actions représentées et non pas à la majorité des actions émises ou en circulation¹⁶, un actionnaire peut contrôler une société avec une participation inférieure à 50% des droits de vote. La doctrine se réfère souvent au seuil de 20% pour définir le contrôle¹⁷, tandis que le législateur utilise le seuil de 33,33%¹⁸. Sur la base de ce dernier seuil, plus conservateur, 52,4% des sociétés cotées à SIX sont contrôlées et 21,4% ont un actionnariat concentré.

Si la participation des cinq principaux actionnaires est pondérée au nombre d'actions représentées à l'assemblée générale, il faut utiliser un seuil de 50% des droits de vote pour définir le contrôle. Sur la base de la participation du principal actionnaire (1) et des participations cumulées des autres actionnaires (2 à 5), le tableau suivant illustre la concentration de l'actionnariat de 198 sociétés cotées à SIX (il était impossible d'établir le nombre d'actions représentées à l'assemblée générale pour 12 sociétés).

Composition pondérée de l'actionnariat dans 198 sociétés cotées à SIX

1	2	3	4	5
55,2	+13	+21,1	+22,6	+26,1

À regarder les résultats obtenus, on peut dire que la moitié au moins des sociétés suisses cotées à SIX est contrôlée et que dans approximativement 80% d'entre-elles, les cinq principaux actionnaires peuvent déterminer à eux seuls l'issue des votes à l'assemblée générale. Les études antérieures sur la structure actionnariale des sociétés publiques suisses corroborent ces résultats¹⁹.

¹⁵ Le droit de vote lié aux actions propres, détenues par la société elle-même, ne peut être exercé (art. 659a al. 1 CO) et le détenteur d'actions nominatives « *dispo* » n'est pas inscrit au registre des actions et ne peut par conséquent pas exercer le droit de vote qui leur est attaché (art. 689a al. 1 CO).

¹⁶ Art. 703 CO.

¹⁷ Voir notamment LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SCHLEIFER, p. 477 ; VAN DER ELST, p. 52.

¹⁸ Cf. art. 135 al. 1 LIMF.

¹⁹ Voir notamment les chiffres chez Commission des OPA, p. 10 ; PASQUIER-DORTHE *et al.*, p. 107 ; HÄUSERMANN, p. 211, n. 4.

2. Fonctions de gouvernance

a) Considérations générales

L'objectif de la *corporate governance* est une organisation sociale efficace par des mécanismes de contrôle adéquats²⁰. La gouvernance d'entreprise comparée poursuit le même but, mais adopte une perspective comparatiste et s'inspire de l'organisation sociale et des mécanismes de contrôle à l'étranger. Par exemple, les auteurs de doctrine qui étudièrent les régimes de gouvernance en Allemagne et au Japon dans les années 1980 désiraient savoir si ces régimes pouvaient expliquer l'ascendant économique que les sociétés anonymes de ces pays avaient pris sur leurs homologues américains²¹.

Cette conception de la gouvernance procède d'une conception libérale classique de la société anonyme et du droit qui la régit. Ce sont des institutions utilitaires qui doivent selon moi uniquement être analysées selon leur efficacité²². La réflexion de *corporate governance* exclut par conséquent la poursuite de buts distributifs comme la juste répartition des richesses. Ces clarifications me semblent importantes dans un contexte où la *corporate governance* est invoquée à tout-va comme remède aux maux de nos sociétés occidentales (inégalités des sexes, des revenus *etc.*)²³.

b) De la structure actionnariale à la gouvernance

Comme le relèvent GILSON & GORDON : « [...] *the capital markets drive the efficient structure of corporate governance, not the other way around* »²⁴. Les enjeux de gouvernance d'une société sont donc en grande partie déterminés par sa structure actionnariale. Ignorer l'influence de la structure actionnariale sur la gouvernance est le piège analytique auquel cette contribution est consacrée.

Dans la structure actionnariale dispersée, les actionnaires ne détiennent chacun qu'une participation infinitésimale au capital social et n'ont donc pas la motivation de contrôler les dirigeants sociaux. Ils se comportent de manière passive et il en

²⁰ Voir ZINGALES, p. 253 ; ALLEN/KRAAKMAN/SUBRAMANIAN, p. 2 s.

²¹ ROE, p. 340.

²² ALLEN/KRAAKMAN/SUBRAMANIAN, p. 2 s. ; ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *Corporate Law*, p. 28. Sans entrer dans les détails, une transaction est efficace lorsque les richesses qu'elle crée excèdent les richesses qu'elle détruit et conduit ainsi à un accroissement total des richesses ; il s'agit d'une efficacité allocative telle que définie par les économistes KALDOR & HICKS.

²³ PARGENDLER, p. 29-35.

²⁴ GILSON/GORDON, p. 869. D'autres auteurs inversent la relation de cause à effet et avancent qu'une gouvernance qui protège les actionnaires a permis l'émergence d'un actionnariat dispersé. Voir LA PORTA *et al.*, *passim*.

résulte ce que BERLE & MEANS ont appelé la séparation de la propriété et du contrôle²⁵. Les dirigeants sociaux exercent le pouvoir social sans contrepoids, sans donc supporter les conséquences de leurs mauvaises décisions. Ils sont incités à se comporter de manière opportuniste et à maximiser leur propre utilité au détriment de celle des actionnaires²⁶. Concrètement, ils peuvent travailler moins, effectuer des dépenses somptuaires pour leur confort, percevoir une rémunération excessive *etc.* Dans la société à l'actionnariat dispersé, une bonne gouvernance met par conséquent en place des mécanismes pour contrôler les dirigeants sociaux.

Lorsque l'actionnariat est contrôlé, un actionnaire ou un groupe d'actionnaires peut contrôler l'assemblée générale et élire la majorité des membres du conseil d'administration²⁷. L'actionnaire de contrôle a les moyens et la motivation de surveiller les dirigeants sociaux, qui ne disposent pas d'un pouvoir dont ils peuvent abuser²⁸. C'est en revanche l'actionnaire de contrôle qui peut abuser du pouvoir qui est le sien et se comporter de manière opportuniste, au détriment des actionnaires minoritaires²⁹. Concrètement, il peut conclure des contrats avantageux pour s'approprier des actifs sociaux (*transfer pricing*) ou sous-indemniser les minoritaires à l'occasion d'une fusion avec une société qu'il contrôle. Dans la société contrôlée, une bonne gouvernance met par conséquent en place des mécanismes pour contrôler l'actionnaire de contrôle.

c) La théorie de l'agence

La théorie de l'agence de JENSEN & MECKLING permet une analyse économique des problèmes de conflits d'intérêts dans la société anonyme. Cette théorie tient compte du caractère utilitaire de la société et aborde un ou peut-être le problème fondamental qu'emporte sa structure. Une relation d'agence implique un principal qui engage un agent et lui délègue l'autorité de prendre certaines décisions afin d'accomplir la tâche qui lui a été confiée³⁰. L'agent est considéré poursuivre ses intérêts égoïstes, qui divergent le cas échéant des intérêts du principal et engendrent des coûts d'agence.

La théorie de l'agence se concentre sur l'identification de relations d'agence et l'étude des mécanismes de gouvernance qui limitent les comportements opportunistes de l'agent. Cette théorie a été dans un premier temps appliquée aux sociétés

²⁵ BERLE/MEANS, *passim*.

²⁶ ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, Agency Problems, p. 35 s.

²⁷ ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, Corporate Law, p. 29 s.

²⁸ BEBCHUK/HAMDANI, p. 1281.

²⁹ ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, Agency Problems, p. 36.

³⁰ JENSEN/MECKLING, p. 308.

à l'actionnariat dispersé pour étudier la relation d'agence entre pourvoyeurs de capitaux comme principaux et dirigeants sociaux comme agents³¹. La doctrine a par la suite appliqué cette théorie à une deuxième relation d'agence, typique de la structure actionnariale contrôlée, entre les actionnaires minoritaires comme principaux et l'actionnaire de contrôle comme agent³². La doctrine analyse d'autres conflits d'agence et il en existe une infinité, mais ils ne sont pas pertinents dans le cadre de cette contribution.

La théorie de l'agence fournit un cadre qui permet de reformuler et clarifier certaines des considérations qui précèdent. La fonction ou le but de la gouvernance d'entreprise est d'offrir une structure sociale qui permet de minimiser les coûts d'agence³³. Spécifiquement, lorsque la structure actionnariale est dispersée, la fonction de la gouvernance d'entreprise est de réduire les coûts d'agence que génère le premier conflit d'agence, entre actionnaires et dirigeants sociaux. Lorsque l'actionnariat est contrôlé, la gouvernance a pour fonction de réduire les coûts d'agence que génère le second conflit d'agence, entre actionnaires minoritaires et majoritaires.

3. Biais dans le débat de *corporate governance*

Comme l'illustrent les deux situations examinées plus loin, la société anonyme publique est la plupart du temps conçue comme une société avec un actionnariat dispersé. Pour cette raison, le législateur et la doctrine s'intéressent principalement à la relation entre actionnaires et dirigeants sociaux³⁴. En Suisse, les changements législatifs apportés par l'initiative contre les rémunérations abusives sont conçus pour les sociétés à l'actionnariat dispersé³⁵. De même, la doctrine s'enthousiasme pour la « démocratie actionnariale » ou pour d'autres thèmes pertinents dans les sociétés à l'actionnariat dispersé, mais d'une importance secondaire dans les sociétés contrôlées³⁶.

Nous avons pourtant vu que les sociétés contrôlées étaient en Suisse majoritaires et que l'actionnariat était pour le reste passablement concentré. Pourquoi ne nous intéressons-nous donc pas plus aux problèmes de gouvernance propres à ces structures actionnariales ? Est-ce la qualité de la protection des minoritaires ? Les études

³¹ JENSEN/MECKLING, p. 310.

³² ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *Agency Problems*, p. 35-37.

³³ ALLEN/KRAAKMAN/SUBRAMANIAN, p. 13.

³⁴ HOFSTETTER, p. 599-602 ; VAN DER ELST, p. 58.

³⁵ *Infra* II.2.b). Cf. également HÄUSERMANN, p. 210 ; BEBCHUK/HAMDANI, p.1268/1294 s.

³⁶ Du même avis, HÄUSERMANN, p. 210 s.

internationales la considèrent défailante³⁷. Est-ce l'impossibilité pour le contrôleur de déroger au pouvoir proportionnel au risque financier ? Le droit suisse se distingue par sa flexibilité à cet égard. Comparé au droit d'autres pays qui connaissent une forte concentration de l'actionnariat, le droit suisse laisse au contrôleur plus de discrétion pour émettre des actions avec différents droits de vote et s'isoler des conséquences financières de ses mauvaises décisions³⁸.

Il existe peut-être une volonté de créer un actionnariat dispersé par la mise en place d'arrangements de gouvernance conçus pour ce type de sociétés. Après avoir constaté l'existence de différentes structures actionnariales à la fin du XX^{ème} siècle, la doctrine a cherché à en expliquer les causes. L'hypothèse sous-jacente était souvent que la structure actionnariale dispersée reflétait des lois et un marché plus avancés³⁹. En outre, la globalisation et la compétition accrue qu'elle emporte devaient mener l'actionnariat à sa dispersion⁴⁰. Dans ce sens, plusieurs pays européens connurent une vague de privatisation dès la fin des années 1980 et le capital s'est depuis considérablement internationalisé. A supposer l'existence de cette volonté de créer un actionnariat dispersé, toutefois, on fait erreur sur le sens de la relation de causalité entre structure actionnariale et gouvernance. Comme le disent GILSON & GORDON, la première détermine la seconde et pas l'inverse⁴¹. Au demeurant, je ne pense pas que cette volonté explique l'intérêt disproportionné que le législateur et la doctrine portent en Suisse aux sociétés à l'actionnariat dispersé.

La simple méconnaissance des structures actionnariales dominantes me semble une explication plus convaincante. À titre illustratif, une des autorités du droit des sociétés suisse écrivait récemment : « *In der Grosszahl der Schweizer Publikums-gesellschaften [...] gibt es gar keine Mehrheitsaktionäre (oder auch nur faktisch beherrschende Kernaktionäre mit 25% oder mehr der Aktienstimmen)* [...] »⁴².

³⁷ Voir DJANKOV et al., p. 444 : « *Switzerland's legal environment [...] is extremely friendly to insiders and hostile to outside shareholders* ». Voir également le classement Doing Business 2017 de la Banque mondiale, selon lequel la protection des investisseurs minoritaires en Suisse est au 106^{ème} rang (<http://www.doingbusiness.org/rankings>).

³⁸ Pour les actions à droit de vote privilégié, le privilège de vote est au maximum dix fois celui des actions communes en Suisse (art. 693 al. 2 CO), alors qu'il est seulement du double en France (art. L225-123 C. comm.) et est interdit en Allemagne (§ 12 (2) AktG). Pour les actions sans droit de vote, le capital-participation ne peut dépasser le double du capital-actions en Suisse (art. 656b al. 1 CO), alors que les actions sans droit de vote ne peuvent représenter que le quart du capital-social des sociétés cotées en France (art. L228-11 C. comm.) et la moitié du capital-actions en Allemagne (§139 (2) AktG).

³⁹ HOFSTETTER, p. 601.

⁴⁰ HOFSTETTER, p. 601.

⁴¹ GILSON/GORDON, p. 869.

⁴² BÖCKLI, p. 449.

D'autres facteurs peuvent ensuite expliquer le modeste intérêt que suscite la gouvernance de la société contrôlée⁴³ : l'influence des États-Unis, où l'actionnariat dominant est dispersé, dans le débat de *corporate governance*⁴⁴ ; l'actualité économique, qui accorde une place prépondérante aux sociétés du SMI, dont l'actionnariat est plus dispersé que celui des autres sociétés cotées à SIX ; la « démocratie actionnariale », qui assimile l'organisation de la société anonyme à celle de la démocratie politique et génère un intérêt accru pour les sociétés à l'actionnariat dispersé, qui ressemblent plus à la démocratie que les sociétés contrôlées ; la complexité des structures actionnariales contrôlées, qui suscite selon LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SCHLEIFER un biais qui mène à les considérer comme dispersées⁴⁵ ; *etc.*

II. La transplantation légale de l'administrateur indépendant

Le conseil d'administration a une fonction préventive, qui consiste à prévenir destruction et diversion de valeur, et une fonction promotionnelle, qui est de créer de la valeur⁴⁶. Pourvoir le conseil de membres indépendants, comme y instaurer des comités, renforce sa fonction préventive⁴⁷. Les membres indépendants, à l'instar de l'organe de révision, relèvent d'une stratégie de gouvernance qualifiée de fiduciaire (*trusteeship strategy*)⁴⁸. Cette stratégie consiste à instituer un agent indépendant pour surveiller les autres agents et veiller aux intérêts des principaux⁴⁹.

Dans le souci de continuellement améliorer la *corporate governance* en Suisse, le législateur et la doctrine s'inspirent régulièrement d'arrangements de gouvernance typiques des juridictions où l'actionnariat dominant est dispersé. Ce faisant, ils ignorent les différents types de structures actionnariales et adoptent des arrangements de gouvernance inefficaces, voire délétères. Le mécanisme de gouvernance des membres indépendants du conseil d'administration fournit une bonne illustration de ce problème de transplantation légale. Nous examinons ci-dessous le rôle de l'administrateur indépendant et la notion d'indépendance dans les

⁴³ HOFSTETTER, p. 599-602.

⁴⁴ HOFSTETTER, p. 599.

⁴⁵ LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SCHLEIFER, p. 491.

⁴⁶ HOFSTETTER, p. 628. Voir également, PARGENDLER, p. 15.

⁴⁷ PARGENDLER, p. 15-18 ; GORDON, p. 1473-77 ; ENRIQUES/HANSMANN/KRAAKMAN, p. 65.

⁴⁸ ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, *Agency Problems*, p. 43 s.

⁴⁹ *Ibidem*.

sociétés à l'actionnariat dispersé selon le droit américain et dans les sociétés contrôlées selon le droit en Europe et en Suisse en particulier.

1. Actionnariat dispersé

Le renforcement du rôle préventif du conseil d'administration a été un des principaux développements de *corporate governance* ces dernières décennies aux États-Unis⁵⁰. Dans la conception désormais dominante, le rôle du conseil dans la société à l'actionnariat dispersé est avant tout de surveiller la direction dans l'intérêt des actionnaires et de décider des objets qui suscitent des conflits d'intérêts entre dirigeants sociaux et actionnaires⁵¹. Dans la société à l'actionnariat dispersé, en effet, les agents dont il faut contrôler le potentiel opportunisme sont les membres de la direction générale, qu'ils soient également membres du conseil d'administration ou non. Par conséquent, l'indépendance des membres du conseil se détermine vis-à-vis de la direction générale. Cette indépendance est non seulement notionnelle, mais également, selon moi, structurelle, c'est-à-dire déterminée par la procédure d'élection.

Aux États-Unis, le règlement de cotation du New York Stock Exchange conçoit adéquatement la notion d'indépendance vis-à-vis de la direction générale⁵². La procédure d'élection des membres indépendants du conseil, identique à celle des autres membres, est également adéquate : les indépendants sont sélectionnés par un comité de nomination composé entièrement de membres indépendants⁵³ ; le conseil d'administration, qui approuve les candidats sélectionnés, est composé d'une majorité de membres indépendants⁵⁴ ; et l'assemblée générale élit les membres du conseil⁵⁵. Sur ce dernier point, toutefois, le droit des sociétés de l'État du Delaware, où la majorité des sociétés cotées sont domiciliées, prévoit de manière supplétive une élection des administrateurs à la pluralité. Cette procédure atténue considérablement l'influence de la majorité des actionnaires sur l'élection des administrateurs, car il suffit d'une voix pour être élu, le cas échéant celle du candidat considéré, des administrateurs qui l'ont choisi ou des membres de la direction générale. Sous les pressions cumulées des investisseurs institutionnels et des agences de conseil de

⁵⁰ PARGENDLER, p. 15-18 ; GORDON, p. 1473-77 ; ENRIQUES/HANSMANN/KRAAKMAN, p. 65.

⁵¹ GORDON, p. 1468 ; BEBCHUK/HAMDANI, p. 1301 ; ENRIQUES/HANSMANN/KRAAKMAN, p. 65.

⁵² Sec. 303A.02 NYSE Listed Company Manual (« [...] *the concern is independence from management* [...] »).

⁵³ Sec. 303A.04(a) NYSE Listed Company Manual.

⁵⁴ Sec. 303A.01 NYSE Listed Company Manual.

⁵⁵ § 216(3) Delaware General Corporation Law.

vote, le régime de la pluralité tend cependant à diminuer pour faire place à celui de la majorité⁵⁶.

L'indépendance structurelle serait entamée si la direction générale pouvait influencer le processus de fixation des indemnités des membres du conseil et si leur montant pouvait être librement déterminé. Aucune de ces conditions ne sont toutefois remplies. La direction est tenue à l'écart du processus décisionnel, car les rémunérations sont déterminées par un comité composé entièrement de membres indépendants⁵⁷ et le conseil d'administration, qui approuve les rémunérations, est composé d'une majorité de membres indépendants⁵⁸. L'assemblée générale ne se prononce pas sur les rémunérations des administrateurs⁵⁹, mais vote sur les plans de rémunération par actions⁶⁰. Ensuite, le montant des indemnités des administrateurs n'est pas librement déterminé en pratique. Ils reçoivent typiquement une indemnité calculée sur la base de leur travail et de leurs fonctions (président ou vice-président du conseil, président ou membre de comité *etc.*), qui ne comporte pas d'éléments variables, basés sur la performance.

2. Actionnariat contrôlé

S'inspirant des développements outre-Atlantique, les juridictions où l'actionnariat dominant est contrôlé ont également renforcé le rôle préventif du conseil d'administration. Certaines de ces juridictions, dont la Suisse, ont toutefois transplanté le mécanisme de gouvernance des administrateurs indépendants tel quel, sans l'adapter aux contingences locales. Pour leur défense, le rôle du conseil d'administration dans les sociétés contrôlées n'est pas clair et ne fait pas l'objet d'un consensus, comme en fait l'objet celui des sociétés à l'actionnariat dispersé. HOFSTETTER estime à juste titre qu'il a également des fonctions promotionnelle et préventive, mais qu'il n'y a pas d'argument solide pour que sa fonction préventive soit prépondérante et qu'il soit par conséquent composé en majorité de membres indépendants⁶¹.

Dans la société contrôlée, il faut contrôler le potentiel opportunisme du contrôleur. En plus de surveiller la direction, les membres indépendants du conseil doivent surveiller le contrôleur dans l'intérêt de tous les actionnaires et prendre des décisions

⁵⁶ COOLS, *Dividing Line*, p. 265.

⁵⁷ Sec. 303A.05(a) NYSE Listed Company Manual.

⁵⁸ Sec. 303A.01 NYSE Listed Company Manual.

⁵⁹ Sec. 14A Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78n-1. L'assemblée générale se prononce par un vote consultatif sur les rémunérations des directeurs, au moins une fois tous les trois ans, et sur les parachutes dorés.

⁶⁰ Sec. 303A.08 NYSE Listed Company Manual.

⁶¹ HOFSTETTER, p. 629 s.

sur des objets qui suscitent un conflit d'intérêts entre le contrôleur et les autres actionnaires⁶². Il faut donc exiger une indépendance vis-à-vis de la direction et du contrôleur⁶³. L'indépendance vis-à-vis de ce dernier se détermine également de manières notionnelle et structurelle.

a) Indépendance notionnelle

En Suisse, excepté dans le secteur bancaire, le Code de bonnes pratiques pour le gouvernement d'entreprise définit l'indépendance seulement vis-à-vis de la direction⁶⁴. Il n'est fait aucune mention du contrôleur et moins encore d'autres actionnaires importants. Le mécanisme de gouvernance a ainsi été transposé tel quel, des États-Unis en Suisse, avec pour résultat une efficacité probablement limitée dans les sociétés contrôlées.

Dans l'UE, en revanche, la Commission et les États membres définissent l'indépendance vis-à-vis du contrôleur⁶⁵.

b) Indépendance structurelle : l'élection

Supposant que la conception d'indépendance s'exprime dans la notion avant de s'exprimer dans la structure, il n'est pas étonnant que le droit suisse ne mette pas en place une procédure d'élection des administrateurs indépendants qui en atténue la dépendance structurelle vis-à-vis du contrôleur. Celui-ci peut être impliqué à tous les niveaux du processus d'élection des indépendants avec une influence illimitée. Le Code de bonnes pratiques prévoit que le comité de nomination est composé en majorité de membres indépendants⁶⁶, mais le contrôleur et ses représentants sont considérés comme tels. Le contrôleur domine ensuite le conseil d'administration et enfin l'assemblée générale. L'initiative contre les rémunérations abusives a d'ailleurs renforcé son influence à ces deux niveaux, car il élit désormais annuellement et individuellement les membres du conseil ainsi que son président⁶⁷.

Dans l'UE, la Commission définit l'indépendance vis-à-vis du contrôleur, comme précédemment mentionné, et recommande que le comité de nomination soit au

⁶² HOFSTETTER, p. 630 ; BEBCHUK/HAMDANI, p. 1302 ; ENRIQUES/HANSMANN/KRAAKMAN, p. 94 s. ; Commission UE, Recommandation, consid. 7.

⁶³ BEBCHUK/HAMDANI, p. 1302 ; ENRIQUES/HANSMANN/KRAAKMAN, p. 95.

⁶⁴ Economiesuisse, ch. 14. Cf. également, SIX, annexe, ch. 3.1 et 3.2. Dans le secteur bancaire, voir FINMA, ch. 22.

⁶⁵ Art. 13.1 Commission UE, Recommandation ; Commission UE, Report, p. 7.

⁶⁶ Economiesuisse, ch. 26.

⁶⁷ Art. 95 al. 3 let. a Cst.

moins composé d'une majorité de membres indépendants, ce qui permet d'endiguer l'influence du contrôleur à ce niveau⁶⁸. Aux autres niveaux, ce sont directement les juridictions européennes qui ont mis en place, le cas échéant, des arrangements adéquats. Au niveau du conseil d'administration, le Code français de gouvernement d'entreprise distingue par exemple les actionnariats dispersés et contrôlés et exige que la part d'administrateurs indépendants soit au moins d'un tiers dans les seconds⁶⁹. Cet arrangement restreint l'influence du contrôleur à ce niveau et tient plus généralement compte du rôle préventif plus modeste du conseil des sociétés contrôlées. Au niveau de l'assemblée générale, le règlement de cotation de la bourse anglaise pour le segment premium prévoit par exemple que la majorité de la minorité des actionnaires élit, par un vote séparé, les membres indépendants du conseil⁷⁰. Ce faisant, les administrateurs indépendants ne doivent plus leur élection à la seule volonté du contrôleur, ce qui renforce leur indépendance structurelle vis-à-vis de ce dernier.

c) Indépendance structurelle : la fixation des rémunérations

Comme précédemment expliqué, le montant de l'indemnité des administrateurs n'est pas fixé librement en pratique. On peut donc considérer l'indépendance structurelle sauvegardée, quand bien même le contrôleur exerce en Suisse une influence illimitée à tous les niveaux du processus décisionnel pertinent. Selon le Code de bonnes pratiques, le comité de rémunération doit être composé de membres indépendants de la direction, mais pas du contrôleur⁷¹. Depuis l'acceptation de l'initiative contre les rémunérations abusives, le contrôleur a une influence accrue sur ce comité, car il en élit annuellement et individuellement les membres à l'assemblée générale⁷². Ensuite, le contrôleur a une influence illimitée au conseil d'administration et à l'assemblée générale. L'initiative contre les rémunérations abusives a également renforcé son influence à ce dernier niveau, car il se prononce désormais annuellement, par un vote obligatoire, sur la rémunération globale du conseil d'administration⁷³.

Le contrôleur n'a pas une telle influence sur le processus de fixation des rémunérations dans l'UE. La Commission recommande que le comité de rémunération soit au moins composé d'une majorité de membres indépendants du contrôleur⁷⁴. Je n'ai pas connaissance d'arrangements qui limiteraient son influence au niveau du conseil

⁶⁸ Commission UE, Recommandation, annexe 1, ch. 2.1.2.

⁶⁹ Art. 9.2 AFEP-MEDEF.

⁷⁰ Sec. 9.2.2ER UK Listing Rules.

⁷¹ Economiesuisse, ch. 32.

⁷² Art. 95 al. 3 let. a Cst.

⁷³ Art. 95 al. 3 let. a Cst.

⁷⁴ Commission UE, Recommandation, annexe 1, ch. 3.1.6.

d'administration outre celui du code français de gouvernement d'entreprise, précédemment mentionné. Au niveau de l'assemblée générale, la tendance est clairement au *say on pay*⁷⁵. Certains arrangements de gouvernance octroient toutefois moins d'influence à l'assemblée générale que ceux de l'initiative contre les rémunérations abusives. Par exemple, dans l'UE, le projet de directive sur les droits des actionnaires prévoit un vote obligatoire, au moins une fois tous les trois ans, sur la politique de rémunération des administrateurs⁷⁶ et un vote consultatif annuel sur le rapport de rémunération⁷⁷.

3. Synthèse

En Suisse, la transposition de l'administrateur indépendant, comme d'ailleurs l'adoption de l'initiative contre les rémunérations abusives, illustre l'ignorance des structures actionnariales dominantes et/ou l'ignorance de la relation entre structure actionnariale et gouvernance. Pour que notre pays dispose des normes idoines, le législateur et la doctrine doivent pourtant impérativement prendre conscience de ces réalités. Cela fait, deux approches prescriptives sont envisageables. Selon la première, les mécanismes de gouvernance varient avec les structures actionnariales⁷⁸. Selon la seconde, on privilégie les mécanismes de gouvernance aussi efficaces dans la société contrôlée que dans la société à l'actionnariat dispersé, sinon plus dans la première, qui est prépondérante, que dans la seconde.

III. Les indices de gouvernance d'entreprise

Au début de cette contribution, j'ai mentionné la fièvre de comparaisons en matière de gouvernance que suscite notre économie globalisée. Cette fièvre s'exprime notamment par l'émergence d'indices de gouvernance. Qu'ils portent sur des ordres juridiques (indices macroéconomiques) ou sur des sociétés anonymes publiques (indices microéconomiques), ces indices placent les investisseurs au centre de leur démarche et comparent la protection dont ils bénéficient. Toutefois, en raison d'une

⁷⁵ COOLS, *Dividing Line*, p. 264 s.

⁷⁶ Art. 9*bis* ch. 1 Commission UE, Proposition.

⁷⁷ Art. 9*ter* ch. 3 Commission UE, Proposition.

⁷⁸ Sur la question de la variation des pouvoirs de l'assemblée générale selon les structures actionnariales, voir COOLS, *Dividing Line*, p. 292.

méthodologie parfois douteuse, leurs résultats ne sont pas toujours représentatifs et les investisseurs doivent les traiter avec précaution.

1. Indices macroéconomiques

L'*Anti-Director Rights Index* a été développé par la doctrine pour comparer la protection légale des investisseurs dans différents ordres juridiques. Il a été établi sur la base de six droits dont la fonction est de protéger les actionnaires ou les actionnaires minoritaires⁷⁹. Cet indice a eu une grande influence dans le monde académique, mais y a également fait l'objet de nombreuses critiques⁸⁰. Celles-ci portent notamment sur l'importance disproportionnée accordée aux droits pertinents dans les sociétés à l'actionnariat dispersé⁸¹ et la réduction de la protection des investisseurs à quelques droits seulement⁸². Il est vrai que l'indice a été établi aux dépens d'une approche fonctionnelle, car il ne tient compte ni des différents buts que doivent poursuivre les droits nationaux considérés (protection des actionnaires ou des actionnaires minoritaires selon la structure actionnariale dominante) ni d'autres dispositions légales ou de phénomènes extra-légaux qui réaliseraient ces buts⁸³. Cet indice s'est au demeurant révélé inexact dans plusieurs juridictions, notamment en Suisse⁸⁴.

En raison des faiblesses de l'*Anti-Director Rights Index*, les économistes financiers qui en sont à l'origine ont élaboré un second indice qu'ils ont nommé l'*Anti-Self-Dealing Index*⁸⁵. Ils présentent une situation concrète – une transaction entre parties liées – dans laquelle l'actionnaire de contrôle a un conflit d'intérêts et pourrait se comporter de manière opportuniste. Ils mesurent ensuite les obstacles que rencontre l'actionnaire de contrôle pour effectuer cette transaction (publicité, approbation par les actionnaires minoritaires *etc.*) et plus ceux-ci sont élevés, plus l'indice est élevé⁸⁶. Avec une telle méthode, les résultats qu'obtiennent les ordres juridiques considérés sont certainement plus parlants que ceux qu'ils obtenaient avec l'*Anti-Director Rights Index*. L'indice se concentre toutefois sur un problème pertinent dans les sociétés contrôlées⁸⁷. Il se révèle donc plus fiable pour mesurer la

⁷⁹ LA PORTA *et al.*, p. 1126-1128.

⁸⁰ BEBCHUK/HAMDANI, p. 1269 ; COOLS, *Real Difference*, p. 699 s.

⁸¹ BEBCHUK/HAMDANI, p. 1278.

⁸² COOLS, *Real Difference*, p. 734.

⁸³ *Ibidem*.

⁸⁴ MAIZAR, p. 111.

⁸⁵ DJANKOV *et al.*, *passim*.

⁸⁶ DJANKOV *et al.*, p. 433-436.

⁸⁷ BEBCHUK/HAMDANI, p. 1280.

protection des investisseurs dans les ordres juridiques où cette structure actionnariale est dominante.

Dans son classement *Doing Business*, la Banque mondiale mesure la protection des investisseurs dans 190 ordres juridiques. Elle se fonde sur des éléments pertinents tant dans les sociétés contrôlées (e.g. l'*Anti-Self-Dealing Index*, la prévention et sanction des transactions entre parties liées) que dans les sociétés à l'actionnariat dispersé (e.g. compétences de l'assemblée générale et protection contre le retranchement des dirigeants sociaux)⁸⁸. La méthode est ainsi plus complète et nuancée que les précédentes. La Banque mondiale devrait toutefois pondérer les résultats de chacun des deux volets de l'analyse selon l'importance du type d'actionnariat. Par exemple, dans un pays où 80% des sociétés publiques ont un actionnariat concentré et 20% un actionnariat dispersé, si les scores obtenus sont de 40 pour la protection des minoritaires et de 70 pour la protection des actionnaires, le résultat global ne devrait pas être 55 (110 : 2), mais 46 (40 x 0.8 + 70 x 0.2), pour refléter avec plus de fiabilité la protection des investisseurs dans ce pays.

L'élaboration d'indices macroéconomiques de protection des investisseurs est un processus itératif. Au fil des essais, les méthodes distinguent de plus en plus clairement les différentes structures actionnariales et deviennent de plus en plus rigoureuses. A observer les progrès effectués ces deux dernières décennies, les indices produiront sous peu, s'ils ne le font pas déjà, des résultats représentatifs.

2. Indices microéconomiques

Les agences de conseil de vote ont développé des indices pour comparer la gouvernance des sociétés anonymes publiques. Au centre du débat de *corporate governance*, ces agences sont critiquées pour l'approche *one-size-fits-all* de leurs recommandations de vote et de leurs indices⁸⁹. Une telle approche consiste à concevoir la gouvernance de manière uniforme et à la juger sur la base d'arrangements déterminés, sans égards aux spécificités des sociétés publiques considérées⁹⁰.

Aux États-Unis, l'indice de gouvernance *Quickscore* de l'agence de conseil de vote *Institutional Shareholder Services* (ISS) est probablement le plus connu et le plus ambitieux. Il analyse plus de 5'500 sociétés dans 30 pays⁹¹. C'est également l'indice

⁸⁸ <http://www.doingbusiness.org/Methodology/Protecting-Minority-Investors>.

⁸⁹ VOLONTÉ/ZABY, p. 503.

⁹⁰ SWIPRA, p. 12-14.

⁹¹ <https://www.issgovernance.com/governance-solutions/investment-tools-data/quickscore>.

qui a semble-t-il suscité le plus de critiques en doctrine⁹². En Suisse, seule l'agence de conseil de vote zRating publie un indice de gouvernance des sociétés publiques. Cet indice constitue une bonne illustration de l'approche *one-size-fits-all* reprochée aux agences de conseil de vote.

L'indice zRating porte sur la gouvernance de 165 sociétés suisses cotées en bourse à SIX et le score maximal y est de 100 points, répartis selon leur importance entre 62 critères de gouvernance⁹³. Plusieurs de ces critères sont problématiques. Par exemple, le critère du taux de présence des actionnaires à l'assemblée générale, mesuré au nombre d'actions inscrites au registre du commerce, ne confère aucun point s'il est inférieur à 25%, 1 point s'il est entre 25% et 40%, 2 points entre 40% et 55% et 3 points s'il est supérieur à 55%⁹⁴. Le but de ce critère est de juger de la passivité des actionnaires. Ce problème, pour autant qu'il en constitue un, est avant tout pertinent dans les sociétés à l'actionnariat dispersé, car les actionnaires y sont par définition moins impliqués que dans les sociétés contrôlées. Ignorant ces distinctions, ce critère avantage systématiquement ce dernier type de sociétés, sans que cela ne reflète une meilleure gouvernance.

Un autre critère douteux est celui des majorités qualifiées prévues par les statuts, qui pénalisent la société de deux points⁹⁵. Ce critère néglige à nouveau les différences structurelles entre actionnariats pour se concentrer sur l'actionnariat dispersé, où les majorités qualifiées constituent un obstacle à l'intervention des actionnaires et permettent aux dirigeants sociaux de se retrancher. Dans les sociétés contrôlées, en revanche, les majorités qualifiées limitent le pouvoir du contrôleur à l'assemblée générale et protègent ainsi les actionnaires minoritaires⁹⁶. Une société contrôlée qui adopte une majorité qualifiée est ainsi pénalisée, quand bien même elle améliore sa gouvernance.

Le système d'approbation des rémunérations du conseil d'administration et de la direction confère quatre points lorsque la composante fixe de la rémunération est soumise à un vote prospectif de l'assemblée générale et la composante variable à un vote rétrospectif⁹⁷. Le vote des actionnaires sur les rémunérations est pertinent dans les sociétés à l'actionnariat dispersé⁹⁸. Cet arrangement est en revanche superficiel dans les sociétés contrôlées, car le contrôleur décide des rémunérations en amont de l'assemblée générale.

⁹² Voir notamment, BEBCHUK/HAMDANI, *passim* ; BHAGAT/BOLTON/ROMANO, *passim*.

⁹³ zRating, p. 29 s.

⁹⁴ zRating, p. 32.

⁹⁵ zRating, p. 44.

⁹⁶ BEBCHUK/HAMDANI, p.1299 s.

⁹⁷ zRating, p. 48 s.

⁹⁸ BEBCHUK/HAMDANI, p.1309.

Les catégories d'actions sont un critère important de l'indice, car l'action unique confère sept points, que font perdre des actions à droit de vote privilégié ou un capital-participation⁹⁹. L'approche est peu nuancée, car les avantages de l'action unique doivent encore être empiriquement prouvés. Ensuite, ce critère pénalise systématiquement les sociétés contrôlées, car ce sont elles qui disposent de plusieurs classes d'actions, que le contrôleur met en place pour diluer son risque financier tout en conservant son pouvoir. Enfin, l'ampleur du privilège de vote ou du capital-participation a une influence sur l'aléa moral du contrôleur, mais l'indice n'en tient pas compte.

Avec le critère de l'indépendance du conseil d'administration, plus le ratio de membres indépendants est élevé, plus une société gagne de points – jusqu'à trois si plus de 66% des membres sont indépendants¹⁰⁰. L'indépendance est à juste titre conçue vis-à-vis de la direction et du contrôleur. Ce critère néglige toutefois les différentes fonctions du conseil selon les structures actionnariales¹⁰¹ et avantage systématiquement les sociétés à l'actionnariat dispersé, où la fonction préventive du conseil est plus importante.

L'indice zRating ignore manifestement les différentes structures actionnariales et les différents besoins de gouvernance qui en découlent. L'organisation des sociétés contrôlées y est jugée à l'aune de standards de gouvernance adaptés aux sociétés à l'actionnariat dispersé. Cet indice réduit en outre la *corporate governance* à sa fonction préventive, une autre erreur analytique régulièrement commise dans le débat de gouvernance. La qualité de la gouvernance ne dépend pas du nombre d'arrangements mis en place pour contrôler les agents, mais d'un équilibre subtil entre ces arrangements et la marge de manoeuvre ainsi que la motivation laissées aux agents pour prendre des décisions risquées qui ont le potentiel de créer de la valeur¹⁰². Par exemple, le contrôleur peut diluer son risque financier en émettant des actions à droit de vote privilégié afin de disposer d'une propension adéquate au risque. Dans une perspective promotionnelle, cet arrangement de gouvernance est donc efficient.

3. Synthèse

Les indices de protection des investisseurs procèdent par nécessité d'un effort de standardisation. Celui de l'*Anti-Director Rights Index* était grossier et biaisé, mais les indices macroéconomiques subséquent ont su, en grande partie du moins,

⁹⁹ zRating, p. 34.

¹⁰⁰ zRating, p. 61 s.

¹⁰¹ *Supra* II.2.

¹⁰² HOFSTETTER, p. 621 s.

rectifier la situation. L'indice zRating juge la gouvernance des sociétés publiques suisses, dont l'actionnariat est majoritairement contrôlé, à l'aune de standards pour sociétés à l'actionnariat dispersé. Il est donc biaisé et zRating doit en revoir la méthodologie.

Les indices de gouvernance d'entreprise ont leur utilité. Ils contribuent à une allocation efficiente des ressources. En outre, et c'est à mon avis là que réside leur principale utilité, ils infligent un dommage de réputation aux mauvais élèves, qui vont être incités à réagir et corriger la situation. Par exemple, les efforts législatifs en matière de gouvernance au début du millénaire en Suisse ont été entrepris, en partie du moins, en réaction à une étude internationale de l'OCDE qui plaçait notre pays au bas du classement¹⁰³. Mieux encore, ces indices peuvent susciter une émulation constructive, à l'instar de celle des différents droits des sociétés des États américains, qualifiée par la doctrine de « *race to the top* ». Pour les indices microéconomiques, les mauvais résultats – relayés le cas échéant par les investisseurs institutionnels, les agences de conseil de vote et la presse – vont sans doute inciter les dirigeants sociaux à revoir la gouvernance.

Conclusion

Les sociétés anonymes publiques suisses sont en majorité contrôlées par un actionnaire et leur actionnariat est pour le reste passablement concentré. En outre, la structure actionnariale détermine la gouvernance adéquate et non l'inverse. Les développements qui précèdent attestent de la méconnaissance de la réalité empirique ainsi que de la relation entre structure actionnariale et gouvernance. Cette situation est regrettable. Elle a certainement contribué à l'adoption de l'initiative contre les rémunérations abusives et compromet plus généralement le débat de gouvernance en Suisse. Les sociétés cotées et le marché des capitaux ont dans notre pays une importance économique substantielle et, dans notre économie globalisée, les ordres juridiques sont en compétition pour attirer des entreprises de plus en plus mobiles. Nous avons donc beaucoup à perdre de nos faux pas et devons tout faire pour offrir à nos sociétés cotées le cadre normatif idoine.

¹⁰³ BLANC, p. 67 n. 343.

Bibliographie

AFEP-MEDEF, Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, 2015 (cité : AFEP-MEDEF).

Commission UE, Proposition de directive modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise, Bruxelles, 9 avril 2014, COM2014 (213) (cité : Commission UE, Proposition).

Commission UE, Recommandation concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance, J.O. L 52/51, 5 février 2005 (cité : Commission UE, Recommandation).

Commission UE, Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, Commission Staff Working Document, Bruxelles, 13 July 2007, SEC(2007) 1021 (cité : Commission UE, Report).

Commission des OPA, Kontrollprämie, 2011 (cité : Commission des OPA).

Economiesuisse, Code suisse de bonnes pratiques pour le gouvernement d'entreprises, 2014 (cité : Economiesuisse).

FINMA, Circulaire 2017/1 Gouvernance d'entreprise – banques (cité : FINMA).

OCDE, Principes de gouvernement d'entreprise du G20 et de l'OCDE, 2015 (cité : OCDE).

SIX Swiss Exchange, Directive concernant informations relatives à la corporate governance, 13 décembre 2016 (cité : SIX).

SWIPRA, Policy Considerations – Executive Summary, January 2016 (cité : SWIPRA).

World Bank, Doing Business 2017: Equal Opportunity for All (cité : World Bank).

zRating, Corporate Governance in Schweizer Publikumsgesellschaften – Empirische Studie, 2015 (cité : zRating).

ALLEN William T./KRAAKMAN Reinier/SUBRAMANIAN Guhan, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization, 3^{ème} éd., New York 2009 (cité : ALLEN/KRAAKMAN/SUBRAMANIAN).

ARMOUR John/HANSMANN Henry/KRAAKMAN Reinier, What is Corporate Law?, in: KRAAKMAN Reinier et. al. (édit.), The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach, 2^{ème} éd., Oxford/New York 2009, p. 1-34 (cité : ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, Corporate Law).

ARMOUR John/HANSMANN Henry/KRAAKMAN Reinier, Agency Problems and Legal Strategies, in: KRAAKMAN Reinier et. al. (édit.), The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach, 2^{ème} éd., Oxford/New York 2009, p. 35-53 (cité : ARMOUR/HANSMANN/KRAAKMAN, Agency Problems).

- BHAGAT Sanjai/BOLTON Brian/ROMANO Roberta, The Promise and Peril of Corporate Governance Indices, in: *Columbia Law Review*, vol. 108 (2008), p. 1803-1882 (cité : BHAGAT/BOLTON/ROMANO).
- BEBCHUK Lucian Arye/HAMDANI Assaf, The Elusive Quest For Global Governance Standards, in: *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 157 (2009), p. 1263-1317 (cité : BEBCHUK/HAMDANI).
- BERLE Adolf A./MEANS Gardiner C., *The Modern Corporation & Private Property*, New Brunswick 1932 (cité : BERLE/MEANS).
- BLANC Mathieu, *Corporate Governance dans les groupes de sociétés*, Thèse Lausanne, Zurich/Saint-Gall 2010 (cité : BLANC).
- BÖCKLI Peter, Stimmenmehrheit unter Verdacht: Wege und Irrwege im aktienrechtlichen Minderheitenschutz, in : *RSDA* 5/2016, p. 444-463 (cité : BÖCKLI).
- COOLS Sofie, The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe : Distribution of Powers, in : *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 30 (2005), p. 697-766 (cité : COOLS, Real Difference).
- COOLS Sofie, The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion, in : *ECFR*, vol. 11 (2014), p. 258-296 (cité : COOLS, Dividing Line).
- DJANKOV Simeon et al., The Law and Economics of Self-Dealing, in : *Journal of Financial Economics*, vol. 88 (2008), p. 430-465 (cité : DJANKOV et al).
- ENRIQUES Luca/HANSMANN Henry/KRAAKMAN Reinier, The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies, in: KRAAKMAN Reinier et. al. (édit.), *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, 2^{ème} éd., Oxford/New York 2009, p. 89-113 (cité : ENRIQUES/HANSMANN/KRAAKMAN).
- GILSON Ronald J./GORDON Jeffrey N., The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investor and the Revaluation of Governance Rights, in : *Columbia Law Review*, vol. 113 (2013), p. 863-928 (cité : GILSON/GORDON).
- GORDON Jeffrey N., The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices, in : *Stanford Law Review*, vol. 59 (2007), p. 1465-1568 (cité : GORDON).
- HÄUSERMANN Daniel M., Minderheitenschutz in der «Aktionärsdemokratie» – Vorschlag für eine «Mehrheit-der-Minderheit»-Regel in börsenkotierten Aktiengesellschaften, in : *GesKR* 2/2014, p. 210-220 (cité : HÄUSERMANN).
- HOFSTETTER Karl, One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for "Controlled Companies", in : *The North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, vol. 31 (2006), p. 597-663 (cité : HOFSTETTER).
- JENSEN Michael C./MECKLING William H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 3 (1976), p. 305-360 (cité : JENSEN/MECKLING).
- LA PORTA Rafael et al., Law and Finance, in: *Journal of Political Economy*, vol. 106 (1998), p. 1113-1155 (cité : LA PORTA *et al.*).

- LA PORTA Rafael/LOPEZ-DE-SILANES Florencio/SCHLEIFER Andrei, Corporate Ownership Around the World, in: *The Journal of Finance*, vol. 54 (1999), p. 471-517 (cité : LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SCHLEIFER).
- MAIZAR Karim, *Die Willensbildung und Beschlussfassung der Aktionäre in schweizerischen Publikumsgesellschaften*, thèse Zurich, Zurich/Saint-Gall 2012 (cité : MAIZAR).
- PARGENDLER Mariana, *The Corporate Governance Obsession*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 470, February 4, 2015, disponible sur SSRN : <<https://ssrn.com/abstract=2491088>> (cité : PARGENDLER).
- PASQUIER-DORTHE Jacques et al., La concentration de l'actionnariat des entreprises suisses, in : FRIBOULET Jean-Jacques *et al.* (éds), *Le gouvernement d'entreprise en Suisse : Dynamiques externes et stratégies internes*, Genève/Zurich/Bâle 2005, p. 101-114 (cité : PASQUIER-DORTHE).
- ROE Mark J., Comparative Corporate Governance, in: NEWMAN Peter (éds), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 1, Londres/New York 1998, p. 339-346 (cité : ROE).
- VAN DER ELST Christoph, The Influence of Shareholder Rights on Shareholder Behavior, in : *Corporate Finance and Capital Markets Law Review*, vol. 1 (2010), p. 50-62 (cité : VAN DER ELST).
- VOLONTÉ Christophe/ZABY Simon, Stimmrechtsberatung – Eine kritische Betrachtung, in: ECS 8/2013, p. 499-504 (VOLONTÉ/ZABY).
- ZINGALES Luigi, Corporate Governance, in : DURLAUF Steven N./BLUME Lawrence E. (éds), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2^{ème} éd., vol. 2, Hampshire/New York 2008, p. 249-256 (cité : ZINGALES).