

# Swiss Finance Institute Roundups

## La gouvernance d'entreprise à la croisée des chemins

### Editorial



Il y a cinquante ans, l'économiste Milton Friedman, lauréat du prix Nobel, déclarait que *la responsabilité sociale de l'entreprise consistait à maximiser les profits*. Jusqu'à récemment, cette doctrine prévalait largement dans les milieux d'affaires et d'investissements, et le principe selon lequel les entreprises devaient maximiser la valeur pour leurs actionnaires était communément accepté. Ce consensus a désormais volé en éclats. Dans les milieux universitaires, dans le monde des entreprises et dans la société en général, la primauté de la création de valeur actionnariale est remise en question, du fait de l'importance croissante accordée aux préoccupations en matière ESG. Dans le cadre de ce SFI Roundup, des experts du monde universitaire et de l'industrie abordent le thème de "la gouvernance d'entreprise à la croisée des chemins". Si les entreprises ne doivent pas chercher à maximiser la valeur actionnariale, quels objectifs doivent-elles plutôt poursuivre ? Comment les entreprises doivent-elles gérer les compromis entre des objectifs contradictoires ? Et si l'idée de la primauté de la valeur actionnariale devait être abandonnée, quelles seraient les conséquences de ce changement sur le reporting des entreprises, le rôle des conseils d'administration et la manière dont les entreprises interagissent avec la société ?

Nous vous souhaitons une agréable lecture.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'F. Degeorge', with a horizontal line underneath.

**Prof. François Degeorge**  
Managing Director

# Contributeurs

**François Degeorge**

François Degeorge est directeur général du SFI, titulaire d'une SFI Senior Chair et professeur de finance à l'Università della Svizzera italiana (USI). Il est ancien doyen de la faculté d'économie de l'USI et ancien président de la European Finance Association. Il a enseigné à HEC Paris, où il a également été doyen associé pour la recherche. Il a été professeur invité à la Tuck School of Business, à l'Université Paris-Dauphine et à la Saïd Business School. Il est titulaire d'un doctorat en économie politique et gouvernement de Harvard University.

**Fiona Frick**

Fiona Frick est la directrice générale d'Unigestion et a plus de 30 ans d'expérience dans le secteur de la gestion d'actifs. Depuis plus d'une décennie à ce poste, elle s'est taillé une réputation dans le secteur international de la gestion d'actifs et dans les cercles académiques en tant qu'oratrice respectée sur l'économie, les marchés financiers et l'essor de la finance durable. Elle siège aux conseils d'administration de Swiss Sustainable Finance et de Sustainable Finance Geneva, et est également membre du comité EMEA du Standards Board for Alternative Investments. Elle est titulaire d'un MBA de l'ISG International Business School à Paris.

**Romeo Lacher**

Romeo Lacher est président du conseil d'administration de Julius Baer Group et de la Banque Julius Baer. Il est également vice-président du Conseil de banque de la Banque nationale suisse, vice-président du conseil de fondation du Swiss Finance Institute et membre du conseil de fondation d'Avenir Suisse. Récemment, il était notamment président du conseil d'administration de SIX Group et Chief Operating Officer, International Wealth Management, chez Credit Suisse Group. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université de Saint-Gall.

**Monica Mächler**

Monica Mächler est membre du conseil d'administration de Zurich Insurance Group et de Zurich Insurance Company, et membre du conseil d'administration de Cembra Money Bank. Avocate spécialisée dans le droit bancaire, le droit des assurances et le droit des affaires, elle a été, entre autres, membre du conseil de surveillance de la Deutsche Börse, vice-présidente du conseil d'administration de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) et directrice de l'Office fédéral des assurances privées. Elle est titulaire d'un doctorat en droit de l'Université de Zurich.

**Jean-Charles Rochet**

Jean-Charles Rochet est titulaire d'une SFI Senior Chair et professeur de banque à l'Université de Genève. Avant de rejoindre l'Université de Genève, il a occupé une chaire à la Toulouse School of Economics et à l'Université de Zurich. Ses recherches portent sur les crises et la réglementation bancaires, la finance durable et la gouvernance d'entreprise. Il est titulaire d'un doctorat en économie mathématique de l'Université Paris-Dauphine.

**Alexander F. Wagner**

Alexander F. Wagner est titulaire d'une SFI Senior Chair et professeur de finance à l'Université de Zurich. Il est le président du conseil d'administration de l'Executive Education UZH et le co-initiateur du Center for Crisis Competence de l'UZH. Ses recherches portent sur la finance et la gouvernance d'entreprise ainsi que sur l'économie politique. Son expérience pratique découle de son travail en tant que conseiller indépendant pour l'un des Big Four et en tant que président d'un proxy advisor. Il est titulaire d'un doctorat en économie politique de Harvard University.

# Un survol de la gouvernance d'entreprise

## Qui définit ce qu'est une bonne gouvernance d'entreprise ?

► **R. Lacher:** Historiquement, le cadre de la gouvernance d'entreprise a été défini par le droit ainsi que par les actionnaires de l'entreprise. Il est intéressant de noter qu'au cours des dernières décennies, les partis politiques, les grands investisseurs institutionnels, les agences de conseil en vote, les ONG et les bourses ont tous eu de plus en plus leur mot à dire à ce sujet.

► **A. F. Wagner:** Il ne saurait y avoir de "meilleures pratiques" standardisées en matière de gouvernance d'entreprise : en effet, une bonne gouvernance d'entreprise répond aux besoins spécifiques d'une entreprise donnée à un moment donné.

► **F. Frick:** La définition de ce qui constitue une bonne gouvernance incombe en fin de compte aux parties prenantes d'une entreprise (*stakeholders*) et notamment à ses clients et employés. En termes de causalité, une bonne gouvernance d'entreprise génère une augmentation de la valeur pour les parties prenantes, qui à son tour conduit à une augmentation de la valeur pour les actionnaires.

## Quels sont les avantages d'une bonne gouvernance d'entreprise ?

► **M. Mächler:** Une bonne gouvernance d'entreprise définit un ensemble de frontières, freins et de contrepoids qui font avancer une institution vers la réalisation de son objectif. Cependant ce système est clairement fondé sur une forte asymétrie. En effet une mauvaise gouvernance a des conséquences négatives lourdes et tangibles, alors que les avantages d'une bonne gouvernance sont difficiles à évaluer. Pour résumer, une bonne gouvernance d'entreprise constitue le "fil rouge" qui définit la manière dont les choses sont gérées au sein d'une entreprise. Ses avantages se manifestent indirectement par le succès des différents processus de l'entreprise, par exemple au niveau commercial, ou en matière de stratégie et de gestion des risques.

► **A. F. Wagner:** Le succès à long terme d'une entreprise bien gouvernée se fonde sur sa capacité à prendre de bonnes décisions et à éviter des comportements frauduleux. En outre, ce type d'entreprise attirera des capitaux, sous la forme d'investisseurs et de travailleurs talentueux, à un coût relativement faible.

## Comment définiriez-vous alors la gouvernance d'entreprise ?

► **F. Degeorge:** Il y a vingt-cinq ans, les universitaires définissaient la gouvernance d'entreprise comme "les moyens par lesquels les fournisseurs de capitaux s'assur(ai)ent d'obtenir un retour sur investissement".<sup>1)</sup> L'accent était mis sur le contrôle exercé sur les gestionnaires par les actionnaires. Depuis lors, les universitaires se sont de plus en plus intéressés à la manière de définir un juste équilibre de pouvoir entre les actionnaires et les autres parties prenantes.

► **R. Lacher:** La gouvernance d'entreprise repose sur de multiples facteurs. Premièrement, le droit, en particulier le droit des sociétés, fournit le cadre général concernant la structure et la surveillance d'une entreprise. Deuxièmement, il existe des éléments informels et non écrits liés aux normes et aux codes culturels. Les dernières nuances sont spécifiques à chaque entreprise et dépendent de son secteur d'activité, de sa taille et de son statut d'entreprise cotée ou non cotée.

## Comment en sommes-nous arrivés au modèle actuel d'entreprise ?

► **J.-C. Rochet:** Les entreprises – qui représentent formellement un corps de personnes – existent depuis des milliers d'années. Créées à l'origine par une charte émise par une autorité locale, ces entités juridiques avaient pour but de permettre à plusieurs individus de travailler ensemble à la poursuite d'un objectif donné, et de fournir une structure pour leur travail qui, théoriquement, pouvait exister éternellement. Au milieu du 19<sup>e</sup> siècle, le droit britannique a été modifié pour permettre à "quiconque" personne de fonder une entreprise. Et au début du 20<sup>e</sup> siècle, une scission s'est opérée entre, d'un côté, le modèle traditionnel de "partenariat", dans lequel les entreprises étaient, du moins en grande partie, détenues par des parties prenantes (ou par l'État) et, de l'autre, les entreprises cotées en bourse telles que nous les connaissons aujourd'hui, dans lesquelles les actionnaires sont généralement nombreux, externes et anonymes.

► **M. Mächler:** Cette scission historique de ce qu'est une entreprise et de ses préoccupations a aujourd'hui encore des effets très visibles. Par exemple, quand on étudie les différentes approches en matière d'ESG, les entreprises dans les pays de droit commun, comme le Royaume-Uni et les États-Unis, sont beaucoup plus attentives à ces questions de diversité que les entreprises des pays de droit civil, comme l'Allemagne et la Suisse, où les considérations environnementales sont davantage prises en compte.

## When was the idea of corporate governance born?

► **J.-C. Rochet:** En 1602, la Compagnie néerlandaise des Indes orientales (ou *Vereenigde Oostindische Compagnie*, VOC) est devenue la première entreprise cotée en bourse, avec un groupe initial de plusieurs centaines d'actionnaires et la possibilité pour les fournisseurs de capitaux de négocier les actions et les obligations de la VOC sur un marché secondaire ouvert. Ceci a changé à jamais le capitalisme. Quelques années plus tard, en 1609, un actionnaire a déposé une requête contre la VOC, ce qui en fait le premier conflit documenté en matière de gouvernance et marque le début de l'activisme actionnarial.

1) Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

# Indicateurs et reporting ESG – Avantages, inconvénients et mises en garde

## La gouvernance est généralement mesurée en parallèle aux critères environnementaux et sociaux. Comment l'expliquer ?

► **A. F. Wagner:** Un regard sur le passé peut être utile pour expliquer cette approche. Au XIXe siècle et au début du XXe siècle, les décisions d'investissement reposaient principalement sur des facteurs qualitatifs *soft*. Puis, en 1934, deux économistes américains, Graham et Dodd, ont jeté les bases d'une approche d'investissement fondée sur des facteurs quantitatifs *hard*, tels que les bénéfices et les flux de trésorerie. Une révolution en matière d'investissement s'en est suivie. Au fil du temps les investisseurs et les chercheurs ont cependant fini par se rendre compte que d'autres facteurs moins rigoureux pouvaient contribuer de façon essentielle à la réussite ou à l'échec d'une entreprise. Les principaux facteurs *soft* étaient les critères de gouvernance, environnementaux et sociaux et ces critères ESG ont donc fini par être considérés dans leur ensemble.

► **F. Frick:** Le dénominateur commun de ces trois critères est la manière dont l'adoption de mesures appropriées aujourd'hui peut minimiser les dommages causés au monde de demain. Des critères ESG bien réfléchis constituent la clé du développement de stratégies d'investissement intergénérationnelles à long terme.

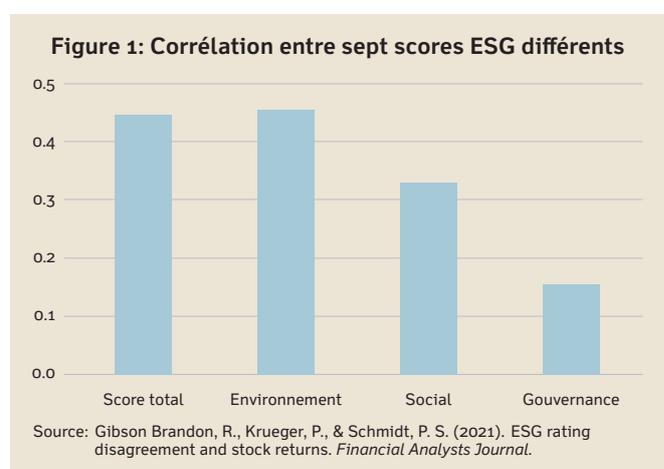
## Combien existe-t-il de dimensions différentes de gouvernance d'entreprise ?

► **F. Frick:** Le nombre de dimensions requises pour une bonne gouvernance d'entreprise est important. Il dépend en outre de la distance existant entre les dirigeants et les actionnaires, et de la taille de l'entreprise. Mais les éléments de base de tout cadre respectable en matière de gouvernance d'entreprise sont la gestion des risques, la transparence et des mesures incitatives appropriées.

► **M. Mächler:** Les dimensions à prendre en compte sont innombrables. Une équation possible, en réponse à cette question, serait de multiplier le nombre de normes différentes qui existent actuellement pour évaluer la gouvernance d'entreprise par le nombre de méthodes que les entreprises ont elles-mêmes développées. Nous devons également nous rappeler que les dimensions de gouvernance évoluent avec le temps, au fur et à mesure que les entreprises, les marchés et la société évoluent également. Ceci dit, l'élément clé consiste à avoir un concept cohérent qui permet à toutes les parties prenantes de l'entreprise de comprendre où elles se situent et vers où elles se dirigent.

► **J.-C. Rochet:** Les recherches menées par certains de mes collègues confirment en effet que la gouvernance d'entreprise est non seulement multidimensionnelle, mais aussi que ses paramètres sont très hétérogènes.<sup>2)</sup> Par exemple, certains fournisseurs de

données évaluent les entreprises selon une approche best-in-class, tandis que d'autres utilisent un système de notation absolue, et d'autres encore se basent sur les exigences de reporting.



## Comment expliquer les importantes divergences entre les différents indicateurs de gouvernance ?

► **F. Frick:** Il faut distinguer les notations des données. Les notations reflètent des opinions. Les désaccords entre notations sont précieux, car ils permettent de déclencher des discussions constructives entre les différentes parties prenantes. La collecte de données sur les dimensions ESG est relativement récente et s'améliorera certainement avec le temps.

► **J.-C. Rochet:** Des travaux de recherche empiriques sur cette question ont démontré que, parmi plusieurs grands fournisseurs de données, la corrélation entre les notations ESG globales était relativement faible. Des calculs détaillés révèlent que la corrélation pour les facteurs environnementaux est la plus élevée et que celle pour les facteurs de gouvernance est la plus faible, ce qui montre que le niveau de divergence dans l'évaluation de la gouvernance est exceptionnellement élevé. Ce résultat est particulièrement intéressant, étant donné la croyance largement répandue selon laquelle il existerait un fort consensus sur la manière de mesurer et de quantifier la gouvernance d'entreprise.

2) Gibson Brandon, R., Krueger, P., & Schmidt, P. S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial Analysts Journal*. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2021.1963186>

### Un meilleur reporting de la part des entreprises permettrait-il de réduire ces divergences de notation ?

► **F. Degeorge:** On pourrait en effet penser qu'un meilleur reporting réduirait ces divergences, mais les recherches indiquent le contraire.<sup>3)</sup> Il s'avère qu'un surplus d'information entraîne davantage de désaccords, peut-être parce que les notations ESG sont quelque peu subjectives et que davantage d'information entraîne des interprétations plus diverses. Dans la récente *SFI Public Discussion Note* intitulée "Indicateurs de finance durable", mes collègues analysent en détail ce thème tout en nuances.<sup>4)</sup>

### A quel type de reporting la gouvernance d'entreprise est-elle actuellement soumise? Comment ce reporting pourrait-il évoluer?

► **R. Lacher:** Si le droit des sociétés pose les bases des exigences de reporting en matière de gouvernance, les exigences supplémentaires découlent généralement de discussions avec les actionnaires et autres parties prenantes, en particulier les analystes financiers. Une mise en garde s'impose: il existe une frontière ténue dans le reporting qualitatif des entreprises, car il n'est pas toujours facile de distinguer ce qu'une entreprise a réalisé, de ce qu'elle est en cours de réalisation et de ce qu'elle a l'intention de réaliser.

► **F. Frick:** Le reporting en matière de gouvernance n'est en aucun cas aussi avancé que celui concernant les critères environnementaux ou les performances financières. Cependant de nombreux indicateurs sont déjà utilisés, tels que les écarts de rémunération au sein d'une entreprise, la diversité des conseils d'administration ou les frais de justice. Tous ces paramètres se sont avérés être des indicateurs efficaces en matière de gouvernance.

### Il a été démontré que le Value Reporting améliore les performances des entreprises. Comment cela se fait-il?

► **A. F. Wagner:** Certaines personnes estiment que le reporting des entreprises se résume à une simple question de divulgation et qu'il constitue un exercice aride, axé sur les chiffres et le respect

de la *compliance*. L'élément clé de l'approche dite de *Value Reporting* consiste à expliquer l'histoire – le pourquoi – derrière les chiffres et à relier entre eux les différents facteurs qui mènent au résultat final. Cette histoire inclut également le rôle des facteurs extra financiers. Mes recherches empiriques ont montré que les entreprises qui s'engagent dans cette voie obtiennent au final de meilleurs résultats.<sup>5)</sup> Intuitivement, il est évident qu'on ne peut bien expliquer quelque chose que lorsqu'on l'a soi-même compris. Ainsi, le *Value Reporting* exige des dirigeants qu'ils aient une vision claire de leurs objectifs et de la manière dont ils parviennent ou non à atteindre ces objectifs. Cette vision claire les aide à mieux gérer leur entreprise. De surcroît, le *Value Reporting* facilite un cercle vertueux de confiance entre les actionnaires, le conseil d'administration, la direction et les employés d'une entreprise. Une confiance accrue entraîne une diminution du coût du capital et une augmentation de la valeur de l'entreprise.

► **M. Mächler:** Je suis d'accord pour dire que le *Value Reporting* présente de grands avantages. Ce qui est moins évident, en revanche, c'est de savoir quelles parties de ce reporting devraient être rendues publiques, car il existe souvent de multiples explications, vaguement liées entre elles, aux succès et aux échecs. Il n'est pas toujours judicieux d'essayer de tout résumer dans un document public court, concis et structuré.

► **R. Lacher:** D'après mon expérience, cet exercice de reporting est important et bénéfique tant pour le conseil d'administration que pour la direction, car la définition et l'actualisation de l'ensemble

3) Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2021) Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>

4) Krueger, P., & Pasche, C. (2021). *Sustainable finance metrics*. Swiss Finance Institute Public Discussion Note. <https://www.sfi.ch/fr/publications/pdn-sfm>

5) Eugster, F., & Wagner, A. F. (2020). Value reporting and firm performance. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 40. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2020.100319>



des valeurs de l'entreprise relèvent de la responsabilité du conseil d'administration et font partie de l'ADN de l'entreprise. En revanche je suis quelque peu circonspect concernant les indicateurs qui sous-tendent ces rapports. Parfois ces indicateurs exploitent des lacunes du système et ne reflètent que des mesures de façade, à l'instar de l'écoblanchiment (*greenwashing*) que l'on observe dans certains rapports de durabilité.

**Ces accusations de *greenwashing* sont monnaie courante. Le *good-governance washing* existe-t-il aussi ?**

▶ **F. Degeorge:** Certainement. Enron, qui a fait faillite en 2001 après un scandale comptable tristement célèbre, cochant toutes les cases classiques des soi-disant meilleures pratiques de gouvernance. Pourtant, l'entreprise représentait un cas de figure désastreux en matière de gouvernance d'entreprise. Dans son rapport annuel, Enron vantait ses "valeurs": "communication, respect, intégrité et excellence". Cela dépasse le pire cynisme des dystopies orwelliennes !

▶ **A. F. Wagner:** Les entreprises cherchent naturellement à dépeindre leurs activités de la manière la plus favorable possible. Sur la base de mon expérience professionnelle je dirais qu'en matière de rémunération des dirigeants, par exemple, la réalité est quelque peu différente de la méthodologie structurée présentée aux actionnaires dans les rapports sur les rémunérations. Mais, avec le temps, la vérité finit par éclater.

▶ **F. Frick:** On manque de données répandues et généralisées qui permettraient d'étayer ces allégations de *good-governance washing*. Ce qui importe ici, du point de vue de l'investisseur, c'est qu'une entreprise dispose d'indicateurs de gouvernance cohérents et qu'elle puisse suivre leur évolution dans le temps. Cela permet de s'assurer que l'entreprise dépasse le stade des bonnes intentions et atteigne finalement ses objectifs à long terme.



# Les actionnaires et autres parties prenantes

**Milton Friedman a dit un jour: " Il n'y a qu'une seule et unique responsabilité sociale d'une entreprise: utiliser ses ressources et s'engager dans des activités conçues pour accroître ses profits, pour autant qu'elle respecte les règles du jeu, c'est-à-dire qu'elle s'engage dans une concurrence ouverte et libre, sans duperie ni fraude ". Comment réagissez-vous à cette déclaration ?**

► **M. Mächler:** Notre compréhension du monde a considérablement changé depuis que cette déclaration a été faite au début des années 1960. Les liens entre les entreprises, les économies et la société se sont considérablement resserrés depuis lors, tout comme notre prise de conscience des critères ESG. Aujourd'hui, un débat intéressant porte sur le capitalisme des parties prenantes (*stakeholder capitalism*) et l'intégration des entreprises dans leur environnement.

► **J.-C. Rochet:** Une telle vision n'est justifiée que dans un monde où toutes les externalités sont internalisées. Or ce monde n'existe pas en raison des lacunes réglementaires, des droits de propriété imparfaits et des inefficacités liées aux tribunaux. La combinaison de ces facteurs fait que nous vivons dans un monde où les entreprises sous-investissent généralement dans la prévention des risques, ce qui a un impact sur les employés et les consommateurs. Une façon de résoudre ce problème serait que les entreprises maximisent la valeur pour les parties prenantes plutôt que pour les actionnaires.<sup>6)</sup> Mais une telle démarche audacieuse nécessiterait l'extension des droits de propriété aux employés et aux consommateurs. Des systèmes tentent de matérialiser partiellement de tels droits de propriété. On peut citer par exemple les systèmes d'adhérents ouverts aux clients et aux consommateurs (comme celui mis en place par Costco Wholesale, qui est par ailleurs une entreprise cotée en bourse), ou encore les systèmes de coopératives, comme Migros ou Coop. Mais en raison de l'absence générale de marchés secondaires pour la négociation de ces droits, il n'est actuellement pas possible de quantifier l'évolution des prix de ces initiatives.

► **F. Degeorge:** Milton Friedman soutenait que les dirigeants d'entreprises devaient se concentrer sur la réalisation de bénéfices pour leurs actionnaires et laisser à chaque actionnaire le soin de décider de son comportement sur le plan éthique. Cette distinction présente le grand avantage de donner aux dirigeants un objectif mesurable. Si l'on attend d'une dirigeante qu'elle réalise des bénéfices mais également qu'elle poursuive des objectifs sociétaux (comme par exemple préserver l'emploi et lutter contre le changement climatique), comment cette dernière est-elle censée arbitrer entre un objectif et un autre s'ils sont contradictoires ? Et comment pouvons-nous évaluer ses performances ? Et que se passe-t-il si différents actionnaires n'accordent pas la même importance aux

divers objectifs sociétaux ? Il est très complexe de répondre à ces questions, peut-être même plus difficile aujourd'hui qu'à l'époque de Friedman, compte tenu de la polarisation politique accrue que l'on observe dans de nombreux pays. Par conséquent, l'argument de Friedman reste encore très pertinent, même aujourd'hui.

**Comment combler le fossé entre les objectifs et intérêts des actionnaires et ceux des autres parties prenantes ? Ce fossé s'est-il creusé ?**

► **J.-C. Rochet:** Le véritable objectif d'une entreprise n'est pas seulement de maximiser les profits de ses actionnaires, mais aussi de fournir des biens et des services de valeur à ses clients, tout en créant un environnement de travail satisfaisant et productif pour ses employés. Il est intéressant de noter que la forme juridique d'une entreprise ne détermine pas sa capacité à réussir: une entreprise orientée vers les parties prenantes peut afficher une aussi bonne rentabilité qu'une entreprise orientée vers les actionnaires. Par exemple, le Crédit Agricole, considéré comme l'une des plus grandes coopératives du monde, se classe par ailleurs dans le peloton de tête des dix plus grandes banques du monde en termes d'actifs sous gestion. J'estime qu'en fin de compte, il incombe aux clients et aux employés de révéler leurs préférences en achetant auprès des entreprises et en travaillant pour les entreprises qu'ils apprécient.

► **F. Degeorge:** Les aspirations sociétales évoluent au fil du temps et donc les priorités des parties prenantes changent également. Aujourd'hui, l'intérêt pour les critères ESG est bien plus élevé qu'il y a 20 ans. Cette évolution alimente la perception d'un fossé croissant entre les objectifs des actionnaires et ceux des autres parties prenantes, mais il ne faut pas surestimer l'ampleur de cet écart. Afin d'obtenir des bons résultats financiers, les meilleures entreprises s'adaptent rapidement aux nouvelles priorités de leurs parties prenantes. Par exemple, en quête de nouveaux profits, les entreprises du secteur de l'alimentation ont rapidement répondu à la demande croissante des consommateurs pour des aliments à base de plantes. Les employeurs connus pour proposer un environnement de travail favorisant la diversité et la flexibilité sont mieux à même d'attirer de nouveaux talents. Par pur intérêt personnel, les gestionnaires d'actifs se soucient grandement du changement climatique. En effet ils ne veulent pas détenir des actifs qui risquent de perdre leur valeur en raison de la transition vers une économie décarbonée. En ce sens, les forces concurrentielles tendent à favoriser un alignement des objectifs des actionnaires et des autres parties prenantes.

6) Magill, M., Quinzii, M., & Rochet, J.-C. (2015). A theory of the stakeholder corporation. *Econometrica*, 83(5), 1685-1725. <https://doi.org/10.3982/ECTA11455>

### Comment les parties prenantes peuvent-elles évaluer et influencer la gouvernance des entreprises ?

► **J.-C. Rochet:** L'histoire regorge de situations dans lesquelles les pouvoirs publics n'ont pas pu, ou n'ont pas voulu, prendre les mesures nécessaires pour maximiser le bien-être social. Je pense que l'activisme des ONG joue alors un rôle crucial. Un modèle théorique que j'ai récemment développé montre que la réglementation publique devient vulnérable face aux enjeux industriels lorsque le coût de l'influence diminue et que l'activité économique augmente.<sup>7)</sup> Nous démontrons également que lorsque les ONG sont efficaces et bien informées, elles peuvent se substituer aux pouvoirs publics et aider à atteindre une situation optimale en matière de bien-être social.

► **R. Lacher:** Les parties prenantes disposent de multiples canaux pour exprimer leur point de vue, allant des assemblées générales aux lobbies en passant par les élections politiques ou encore l'activisme des ONG. L'initiative " contre les rémunérations abusives " de 2013 est un exemple clair de la manière dont les parties prenantes, en l'occurrence le peuple suisse, ont exprimé leur point de vue sur la rémunération des dirigeants et sur la transparence des entreprises, ainsi que sur la transparence des votes des fonds de pension. Citons également comme canaux d'expression pour les parties prenantes l'opinion publique et l'humeur du marché boursier, qui peuvent avoir un fort impact sur toutes les entreprises cotées en bourse.

► **M. Mächler:** Chez Zurich Insurance Group, les interactions avec les parties prenantes au cours des 150 dernières années ont été essentielles pour faire de l'entreprise ce qu'elle est aujourd'hui. Le cercle s'est élargi au fil du temps, passant des parties prenantes internes à toute une série de parties prenantes externes, telles que les régulateurs, les marchés des capitaux et le grand public. Les parties prenantes externes qui jouent un rôle croissant dans la gouvernance d'entreprise en général comprennent les agences de conseil en vote et les universitaires, qui ont une vision globale de la direction générale prise par le secteur.

► **F. Degeorge:** Aujourd'hui, la technologie offre beaucoup plus de moyens que par le passé d'accéder à l'information et d'exprimer des opinions. Les parties prenantes férues de technologie peuvent facilement obtenir des informations détaillées sur les entreprises, à un niveau de précision qui était inconcevable il y a encore 20 ans. Grâce aux réseaux sociaux, elles peuvent également exprimer leurs opinions de manière percutante. Des campagnes bien orchestrées peuvent inciter les entreprises à changer leurs habitudes.

### Enfin, le droit des sociétés actuel reconnaît-il suffisamment le principe des parties prenantes ? Quels changements devraient être apportés ? Et par qui ?

► **A. F. Wagner:** D'un point de vue international, la Suisse fait figure d'exception, car les conseils d'administration y sont explicitement responsables du bien-être général de leur entreprise, y compris de ses parties prenantes, comme les employés, et pas seulement de ses actionnaires. Résultat : le conseil d'administration peut, au moins temporairement, décider d'être impopulaire et de ne pas se plier aux souhaits et aux désirs des actionnaires, ce qui lui permet d'éviter les excès liés au court-termisme. Si accorder davantage de pouvoir aux actionnaires semble a priori être une bonne idée, sur la base des enseignements classiques en matière de gouvernance d'entreprise, de tels transferts de pouvoir peuvent induire un manque de considération envers les autres parties prenantes.

► **F. Degeorge:** Dans l'ensemble, le droit des sociétés accorde la primauté à la création de valeur pour les actionnaires. Dans certains pays, des tentatives ont été faites pour élargir les priorités des entreprises. Il sera intéressant de voir à quoi aboutiront les expérimentations en cours. Par exemple, la France a récemment introduit la forme juridique de l'"entreprise à mission". Jusqu'à présent, les résultats ne sont guère encourageants. Le conglomérat alimentaire français Danone a adopté cette forme juridique, mais sous la pression de certains actionnaires, le conseil d'administration a récemment licencié le PDG. Cet exemple illustre le défi que représente l'élargissement des objectifs des entreprises au-delà de la création de valeur pour les actionnaires. Certaines propositions récentes de réformes juridiques soulèvent un problème plus profond. Alors qu'elles visent ostensiblement à remédier aux défauts d'un système basé principalement sur la création de valeur pour les actionnaires, ces réformes résultent en réalité d'autres motivations. Aux États-Unis, en particulier, la polarisation de la politique a conduit certains chercheurs en finance à faire pression en faveur de réformes en matière de gouvernance d'entreprise, afin d'atteindre ainsi des objectifs sociétaux qui semblent impossibles à réaliser via le processus politique traditionnel. Mais dans les faits, cette volonté d'élargir les objectifs des entreprises au-delà de la création de valeur actionnariale n'est rien moins qu'une tentative de contourner la démocratie. Heureusement, le processus politique suisse n'est pas confronté aux mêmes obstacles, ce qui fait que bon nombre des propositions de gouvernance d'entreprise actuellement discutées aux États-Unis ne s'appliquent pas à la Suisse.

7) Daubanes, J., & Rochet, J.-C. (2019). The rise of NGO activism. *American Economic Journal: Economic Policy*, 11(4), 183-212. <https://doi.org/10.1257/pol.20180027>

# Le rôle des conseils d'administration des entreprises

## Autrefois, la norme était " la direction agit et le conseil supervise ". Qu'en est-il aujourd'hui ?

► **R. Lacher:** Je pense que cette norme reste largement vraie, car il est important de distinguer le mandat d'un conseil d'administration de celui de la direction. Sinon, pourquoi avoir deux organes différents s'ils ont la même fonction? Cela dit, tout n'est pas tout noir ou tout blanc, mais la situation dépend des codes et normes culturels et de l'entreprise elle-même. Je pense qu'il reste préférable que le conseil d'administration définisse l'organisation ainsi que la stratégie générale et que la direction la mette en œuvre, et qu'il y ait des interactions fréquentes entre les deux organes.

► **A. F. Wagner:** La réponse dépend largement de l'endroit où l'entreprise est basée et de sa taille. La situation en Suisse est à nouveau quelque peu unique, car le conseil d'administration (*Verwaltungsrat*) y joue en principe un rôle important dans la définition de la stratégie de l'entreprise. En revanche, en Allemagne, par exemple, le conseil d'administration (*Aufsichtsrat*) joue surtout un rôle de surveillance. Au fil du temps, les actionnaires sont certainement devenus plus exigeants envers les conseils d'administration. Si, historiquement, l'expertise dans le domaine d'activité de l'entreprise n'était pas nécessairement une condition pour siéger dans un conseil d'administration, aujourd'hui, les compétences et l'investissement en matière de temps des membres des conseils d'administration des grandes entreprises mondiales sont surveillés de très près par les investisseurs.

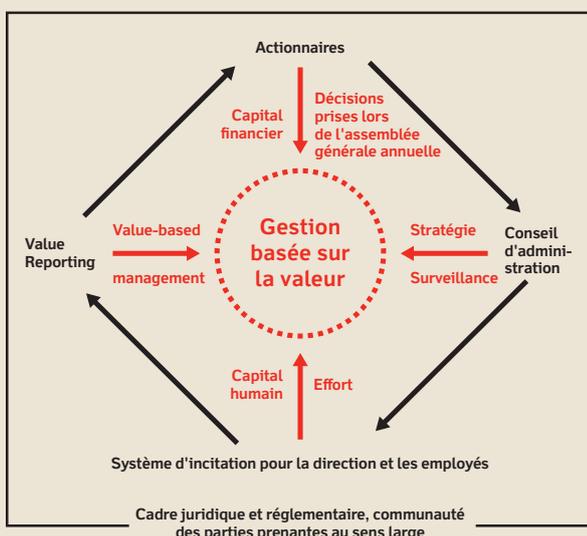
## Que pensez-vous des questions touchant à la rémunération des dirigeants, aux incitations et à la prise de risques ?

► **A. F. Wagner:** Il s'agit là d'une question très difficile. Le principe de base est que le système de rémunération doit répondre aux besoins concrets de l'entreprise. Transplanter un système de rémunération d'une entreprise à une autre ne peut que créer des problèmes. Mais je suis frappé par le fait que l'on ne comprend pas toujours très bien la manière dont sont conçus des plans de rémunération complexes et à plusieurs niveaux, et en particulier quels effets ils ont sur les incitations à la prise de risques. Les incitations à prendre des risques doivent être gérées activement.<sup>8)</sup> Je pense que les entreprises s'en sortent généralement bien lorsqu'elles utilisent efficacement le véhicule de l'actionnariat simple, tant au niveau des dirigeants que de l'ensemble des salariés.

► **F. Degeorge:** Les travaux de recherche démontrent que les incitations fonctionnent : elles modifient le comportement des dirigeants et des entreprises. Le problème est que, parfois, elles fonctionnent trop bien. Si les incitations sont mal conçues, elles récompensent des comportements qui détruisent de la valeur. Par exemple, les modèles d'incitations axés sur les objectifs encouragent une certaine part de manipulation, qui conduit à une prise de risque excessive si l'objectif est lointain et à une prudence excessive lorsque l'objectif a déjà été atteint. Un autre aspect essentiel des systèmes d'incitation est leur horizon temporel : les incitations à court terme favorisent les comportements à court terme, tandis que les incitations qui récompensent les dirigeants pour leur vision à long terme favorisent la création de valeur à long terme.

► **F. Frick:** Il n'est pas facile de mettre en place un système d'incitation approprié, car les décisions des dirigeants et des employés dans une division d'une entreprise peuvent avoir des conséquences pour l'ensemble de l'organisation. Dans le secteur financier, on voit de plus en plus souvent des systèmes de rémunération payés en espèces et en actions, afin d'aligner les incitations des employés sur celles des propriétaires de l'entreprise, mais aussi des systèmes de rémunération dans lesquels une partie des espèces est investie, pendant un certain nombre d'années, dans des fonds gérés par l'entreprise, afin d'aligner les incitations des employés sur celles des clients de l'entreprise et, finalement, de l'entreprise elle-même.

Figure 2: Gouvernance d'entreprise dans le cadre juridique



Source: Wagner, A. F., & Wenk, C. (2016). *Corporate governance: Beyond best practice*. Swiss Finance Institute White Paper.

8) Chesney, M., Stromberg, J., Wagner, A. F., & Wolff, V. (2020). Managerial incentives to take asset risk. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101758. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101758>

► **M. Mächler:** Ce que je trouve encourageant, c'est que de plus en plus de salariés agissent en tant que fournisseurs de capitaux à leur entreprise par le biais de l'actionnariat. Cette tendance vers l'actionnariat salarié montre que ces systèmes d'incitation ne se contentent pas de récompenser les travailleurs, mais qu'ils leur permettent aussi de s'engager et de démontrer leur engagement vis-à-vis de leur entreprise.

### À quoi ressemblerait selon vous le conseil d'administration "idéal" ?

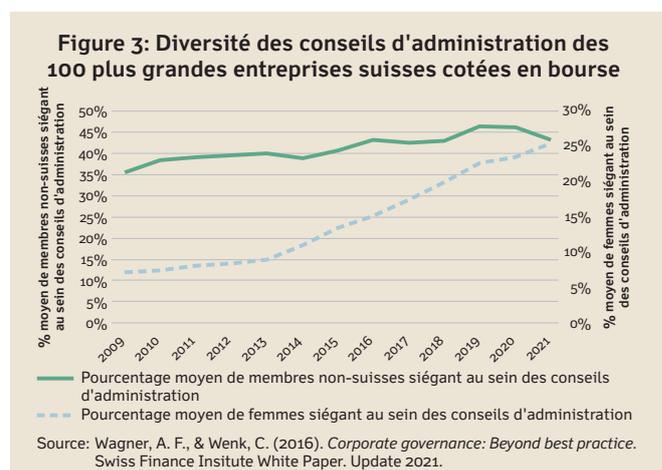
► **M. Mächler:** Il n'existe pas de solution unique en matière de gouvernance d'entreprise, mais les conseils d'administration doivent refléter les valeurs de l'entreprise et de ses parties prenantes. La gouvernance d'entreprise étant par nature multidimensionnelle, il est bon de veiller à ce que le conseil d'administration reflète également une certaine diversité et pluridisciplinarité.

► **F. Frick:** Mon expérience montre que le risque majeur est la surcharge liée à l'*overboarding* (le fait d'avoir trop de membres au sein du conseil d'administration de l'entreprise). Quelle que soit leur expérience, les membres du conseil d'administration doivent se préparer soigneusement avant chaque séance et avaler une quantité considérable de rapports et d'études afin de comprendre le contexte dans lequel évolue actuellement l'entreprise et les tendances affectant le secteur en général. Les membres du conseil doivent remettre en question, soutenir et encourager la direction, tout en acceptant d'être parfois en désaccord avec d'autres membres du conseil.

► **R. Lacher:** La diversité et la taille constituent deux éléments essentiels. Je suis un fervent partisan de l'approche de la grille de compétences, qui permet une bonne représentation d'un large éventail de compétences, de valeurs et d'expériences au sein d'un conseil d'administration. Par exemple, au sein du conseil que je préside, nous essayons toujours d'avoir une personne non-issu de

secteur bancaire ayant eu une expérience de PDG. Cela nous apporte un point de vue alternatif et novateur sur la manière d'aborder les questions financières. Une autre exigence importante concerne l'engagement en termes de temps. En effet, avoir un conseil d'administration composé de grands noms qui ne consacrent que peu de temps à leur mandat n'apporte que des avantages très limités. En outre, les membres du conseil doivent comprendre les rôles et les qualités de leurs pairs afin de garantir un environnement de travail constructif. Enfin, le conseil d'administration doit être disposé à interagir avec le PDG, notamment dans un contexte de gestion de crise.

► **J.-C. Rochet:** Dans notre quête d'une société plus participative, incluant davantage de parties prenantes, des représentants des travailleurs et des consommateurs, comme dans le cas des coopératives, devraient également être inclus au sein des conseils d'administration des entreprises.



# Comportement des investisseurs et agences en conseil de vote

## Comment qualifier la relation entre les entreprises et leurs investisseurs ?

► **R. Lacher:** Cette question mérite une double réponse. En effet la relation dépend beaucoup de la structure de l'actionnariat de l'entreprise. Pour les entreprises comptant des centaines d'actionnaires qui ne détiennent chacun qu'une fraction d'un pourcentage de l'ensemble de l'entreprise, la prise de décision revient en fin de compte aux agences de conseil en vote (*proxy advisors*) et aux investisseurs institutionnels. Dans ce cas de figure, les relations entre les dirigeants, le conseil d'administration et les actionnaires n'ont pas besoin d'être étroites. En revanche, dans le cas des entreprises qui ne comptent qu'une poignée d'actionnaires détenant chacun une part importante de l'entreprise, il y a de la place pour des discussions intenses entre ces actionnaires et le PDG, le directeur financier et le conseil d'administration. Enfin, il faut se rappeler que les actionnaires activistes peuvent s'exprimer de manière très énergique. La gestion de l'actionnariat peut constituer un véritable défi, comme on l'a vu avec l'exemple du conflit pluriannuel récemment résolu entre Sika et Saint-Gobain.

► **A. F. Wagner:** Quand on parle des actionnaires, on les traite souvent comme un groupe homogène. Mais ils sont très hétérogènes, en termes d'horizons temporels et d'autres préférences. Cette variété se reflète dans leur comportement. Par exemple, les recherches sur la crise du Covid-19 révèlent que les entreprises ont subi des baisses particulièrement importantes du cours de leurs actions lorsque leurs investisseurs institutionnels étaient fortement exposés à d'autres entreprises dont les finances étaient fragiles. Ces investisseurs étaient en effet enclins à procéder à des ventes d'urgence d'actifs (*fire sales*) lorsque la crise a atteint son premier pic au printemps 2020.<sup>9)</sup> Cet épisode montre qu'il peut être tout aussi important de "connaître son investisseur" que de "connaître son client" comme le rappelle le fameux mantra.

► **F. Frick:** En raison de l'augmentation de l'activisme actionnarial, les entreprises se sont rapprochées de leurs actionnaires. Il est même arrivé que la direction d'une entreprise tende la main aux actionnaires et tente d'influencer leurs décisions de vote, ce qui est clairement très limite ...

## Les *proxy advisors* sont de plus en plus courants. Quel était leur rôle initial et comment a-t-il évolué ?

► **A. F. Wagner:** Les *proxy advisors* ont gagné en popularité au cours des 20 dernières années. Sur le principe, l'idée est intéressante : puisque de nombreux investisseurs doivent se forger une opinion sur les mêmes questions, il est logique que des spécialistes fournissent des informations sur ces questions. Au fil

du temps, de nombreux investisseurs institutionnels ont décidé de suivre à la lettre les recommandations des *proxy advisors*. Nous avons toutefois observé que si de nombreux actionnaires suivent les recommandations négatives des *proxy advisors*, ils s'écartent fréquemment de leurs recommandations positives et votent généralement de manière plus critique.

► **M. Mächler:** Les *proxy advisors* doivent être prudents quant à leur capacité à influencer l'opinion publique. Je pense qu'ils devraient abandonner leur approche pré-conceptualisée actuelle au profit d'une approche basée davantage sur l'écoute. Et ils ne devraient pas se contenter de cocher des cases.

## Les *proxy advisors* améliorent-ils les décisions des entreprises et la gouvernance ?

► **A. F. Wagner:** Il est difficile de fournir une réponse générale à cette question. L'une des préoccupations porte sur le conflit d'intérêt potentiel de certains de ces conseillers, une autre est qu'ils incitent les actionnaires à consacrer trop peu d'efforts à leurs propres recherches. Sur ce deuxième point, cependant, de nouveaux travaux de recherche suggèrent que le *proxy advising* peut jouer un rôle positif en mettant en lumière des questions importantes et en permettant aux actionnaires de se forger leur propre opinion sur ces questions, ce qui, au final, améliore la gouvernance générale de l'entreprise.<sup>10)</sup> La question clé ici est que le délai entre le moment où les entreprises envoient leur matériel de vote et celui où l'assemblée générale se tient doit être suffisamment long.

► **F. Frick:** Les *proxy advisors* ont clairement contribué à faciliter le processus de vote, car le nombre d'entreprises dans lesquelles une personne peut investir est très important et former une opinion réfléchie sur chaque vote nécessiterait beaucoup trop de ressources. Cela dit, je préfère me fier à une approche hybride, c'est-à-dire suivre les recommandations des *proxy advisors* de vote pour les questions courantes, tout en faisant l'effort de me plonger dans des questions de niche et de ne pas hésiter à voter à l'encontre des recommandations des conseillers.

► **R. Lacher:** En général, le *proxy advising* a clairement amélioré l'efficacité du processus de vote pour les investisseurs institutionnels et les fonds de pension. Là où j'ai des doutes quant à sa valeur, c'est en effet sur cette approche consistant uniquement

9) Glossner, S., Matos, P., Ramelli, S., & Wagner, A. F. (2021). Do institutional investors stabilize equity markets in crisis periods? Evidence from COVID-19. *Working paper*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3655271>

10) Buechel, B., Mechtenberg, L., & Wagner, A. F. (2021). When do proxy advisors improve corporate decisions? *Working paper*.

à "cocher des cases" et sur les conflits d'intérêts sous-jacents, étant donné que les conseillers doivent servir les propres intérêts de leur entreprise et pas seulement ceux de leurs clients. En ce qui concerne leur avenir, je garderais un œil sur l'augmentation des divergences entre leurs recommandations, qui, à mon avis, pourraient en fin de compte créer plus de confusion que de valeur.

**Les proxy advisors dispensent-ils les investisseurs de faire leurs propres recherches, comme le font les notations de risque ?**

▶ **A. F. Wagner:** Ils ne devraient pas. En fait, les *proxy advisors* deviennent de plus en plus des fournisseurs de données, les actionnaires les plus avertis élaborant leurs propres opinions sur la base de ces données. En revanche, les petits investisseurs institutionnels, comme une partie importante des fonds de pension suisses, continueront probablement à suivre de très près les recommandations des *proxy advisors*.

▶ **F. Degeorge:** En principe, l'externalisation des décisions de vote par les investisseurs à des *proxy advisors* devrait en effet être justifié si ces derniers possèdent une expertise particulière. Toutefois, des recherches universitaires suggèrent que les recommandations de vote émises par ces conseillers suivent trop souvent une approche toute faite et uniforme. Certains éléments indiquent également que les conflits d'intérêts biaisent les recommandations: les conseillers aident les entreprises à élaborer des propositions, puis conseillent les investisseurs sur la manière de voter sur ces mêmes propositions. Ce mélange des rôles n'est guère propice à l'objectivité.



# L'éminence des autorités de régulation et de la société

**Les pouvoirs publics peuvent généralement s'appuyer sur la force du droit, tandis que les entreprises sont plus dynamiques et innovantes. Quels sont les avantages et les inconvénients des mesures réglementaires par rapport aux initiatives issues du marché ?**

► **M. Mächler:** L'équilibre des intérêts doit être au cœur du processus de décision dans ce domaine. Les gouvernements et les autorités de régulation remplissent leur mandat, qui consiste à définir ce qui est le mieux pour la société, au sens le plus large, ainsi qu'à fixer les étapes nécessaires pour atteindre ces objectifs, si un processus démocratique large et fonctionnel est en place et si une coopération intensive avec le secteur privé est mise en place. Malheureusement, les décisions des pouvoirs publics sont trop souvent unilatérales et motivées par des considérations politiques, avec une vision à court terme. En outre, lorsqu'un problème survient dans le secteur financier, par exemple, les régulateurs sont très réactifs. Bien qu'il soit, en théorie, approprié pour eux d'essayer d'éviter qu'un tel problème se reproduise, la solution apportée n'est généralement pas toujours suffisamment bien analysée et ne maximise pas rationnellement le bien-être. De nombreux pays connaissent actuellement une polarisation politique croissante, ce qui n'aide pas à prendre en compte un juste équilibre entre les différents intérêts.

► **F. Frick:** La réglementation imposée par l'État est en effet importante pour fixer les règles du jeu, mais, aux côtés des grandes entreprises, les acteurs du marché tels que les International Financial Reporting Standards (IFRS) et l'International Organization for Standardization (ISO) pourraient également jouer un rôle clé pour diffuser des indicateurs et des méthodologies standardisés.

► **J.-C. Rochet:** Nous devons également reconnaître que les grandes entreprises, du fait de leur envergure internationale, sont en mesure d'interagir avec un plus grand nombre de groupes de parties prenantes que le gouvernement d'un seul pays. Cela place les entreprises dans une position privilégiée pour nous sortir collectivement du "dilemme du prisonnier", dans lequel les nations se retrouvent piégées concernant leurs éventuelles améliorations en matière d'ESG. Il est évident que la société dans son ensemble – qu'il s'agisse des consommateurs, des investisseurs ou des travailleurs – doit exposer davantage ses préférences en matière d'ESG et soutenir les entreprises qui prennent en compte les intérêts de toutes leurs parties prenantes.

**La divulgation obligatoire d'informations ESG est de plus en plus répandue. Comment les entreprises et les investisseurs réagissent-ils à ces mesures réglementaires ?**

► **J.-C. Rochet:** La divulgation obligatoire des facteurs ESG a encore de la route à faire avant d'être généralisée. Cela dit, en 2013, les entreprises cotées sur le marché principal de la Bourse de Londres ont été tenues de divulguer leurs émissions de gaz à effet de serre, une composante importante de tout critère environnemental. Les résultats empiriques montrent que les entreprises les plus fortement touchées par la réglementation, en particulier le secteur pétrolier et gazier, ont connu des effets de valorisation positifs significatifs, et que les entreprises britanniques se sont depuis décarbonisées beaucoup plus rapidement que leurs homologues européennes. On peut supposer qu'un reporting obligatoire en matière de gouvernance aurait un effet similaire sur la valorisation des entreprises et la bonne gouvernance d'entreprise.<sup>11)</sup>

**Figure 4: Pourcentage de divulgation des émissions de GES pour les entreprises britanniques et européennes**



Source: Jouvenot, V., & Krueger, P. (2021) Mandatory corporate carbon disclosure: Evidence from a natural experiment. *Working paper*.

► **R. Lacher:** Je pense que nous ne sommes qu'au début du processus, un trop grand nombre de parties prenantes ayant créé trop de normes ESG. Cette situation a conduit à ce que l'on appelle aujourd'hui avec un certain dédain la "jungle ESG". Mais du côté des entreprises, le message a été entendu et pratiquement toutes les entreprises se sont engagées dans un processus d'amélioration sur la base des critères ESG.

11) Jouvenot, V., & Krueger, P. (2021) Mandatory corporate carbon disclosure: Evidence from a natural experiment. *Working paper*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3434490>

### Quelles sont les initiatives récentes en matière de gouvernance d'entreprise issue du marché ?

► **F. Frick:** L'obligation fiduciaire des investisseurs a évolué, en particulier en Europe, passant de la seule mesure de la performance ajustée au risque à une mesure qui inclut également l'impact global des investissements sur la société. En conséquence directe, les commissions de performance sont maintenant de plus en plus accordées aux gestionnaires d'actifs qui obtiennent de bons résultats en termes de critères ESG. Cela montre que les initiatives basées sur le marché fonctionnent.

► **M. Mächler:** Le code suisse de bonnes pratiques pour la gouvernance d'entreprise a connu une évolution globalement positive au cours des dernières décennies. Ce qui est très intéressant à cet égard est d'observer comment les changements apportés aux codes des États-Unis et du Royaume-Uni se sont progressivement intégrés dans le code suisse, ce qui montre que les grandes entreprises multinationales exercent une influence dominante indirecte basée sur le marché.

### Qui est le mieux placé pour faire avancer le dossier de la gouvernance d'entreprise ? Les législateurs ? Les régulateurs ? Les actionnaires ? Les entreprises ? Ou d'autres acteurs encore ?

► **A. F. Wagner:** Comme il n'existe pas de solution unique en matière de gouvernance d'entreprise, de vastes mesures réglementaires et juridiques sont souvent vouées à l'échec. Les solutions fondées sur le marché et la discipline de marché constituent, à mon avis, nos outils les plus efficaces. Toutefois, un cadre juridique clair et bien appliqué, visant à éviter les risques potentiellement systémiques, reste essentiel.

► **M. Mächler:** Les différents acteurs disposent de différents outils, chacun avec ses forces et ses faiblesses spécifiques, qu'ils peuvent utiliser pour contribuer à façonner la définition de ce qui sera demain considéré comme une bonne gouvernance d'entreprise. Dans le cas de la Suisse, nous devons être conscients que les réglementations financières peuvent changer beaucoup plus rapidement et efficacement que le droit général des sociétés, ce qui signifie que les exigences ESG peuvent être appliquées aux entreprises financières bien avant qu'elles ne soient appliquées aux autres secteurs de l'économie. On peut discuter de l'intérêt de cibler un secteur en particulier, mais en tout cas, les acteurs financiers doivent être prêts.

► **R. Lacher:** Le paysage actuel en matière de reporting ESG est opaque et coûteux. Ce que j'espère, c'est que les normes se consolideront rapidement, comme nous l'avons vécu en comptabilité avec l'adoption des principes IFRS et US-GAAP, et qu'il ne restera qu'une poignée de normes de reporting. Que ces normes soient établies par un gouvernement, une ONG ou par le secteur n'a finalement pas beaucoup d'importance.

► **J.-C. Rochet:** Pour une transition efficace, la société – que ce soit via les urnes, les habitudes de consommation, les décisions d'investissement ou le choix de l'employeur – doit manifester ses préférences ESG aux entreprises, aux gouvernements et aux législateurs. Il est donc probable que l'impulsion vienne simultanément de nombreuses directions différentes.



## Swiss Finance Institute

Swiss Finance Institute (SFI) est le centre national de recherche fondamentale, de formation doctorale, d'échange de connaissances et de formation continue dans le secteur bancaire et financier. La mission de SFI est de renforcer le capital de connaissances pour la place financière suisse. Créé en 2006 dans le cadre d'un partenariat public-privé, SFI est une initiative commune du secteur financier suisse, de six universités suisses de pointe, et de la Confédération helvétique.

### Editeurs

Dr. Silvia Helbling  
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche  
Director Knowledge Exchange and Education

### Contact

Dr. Cyril Pasche  
+41 22 379 88 25  
cyril.pasche@sfi.ch

Cette publication a été imprimée sur du papier durable "Refutura", qui est certifié par l'écolabel "l'Ange bleu".

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80  
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71  
www.sfi.ch

