

COMMISSION CORPORATE GOVERNANCE FONDATION PRIVÉE

ETUDE LINKLATERS

1 Introduction

L'approche « comply or explain » constitue un pilier de la gouvernance d'entreprise. C'est en effet sur cette approche que repose la mise en œuvre du code belge de gouvernance d'entreprise (le « Code ») et, à ce titre, elle est une pierre angulaire de la crédibilité même du Code.

L'approche « comply or explain » a toutefois fait l'objet de critiques venant de différents milieux.

Selon ces critiques, l'approche « comply or explain » permettrait trop aisément aux sociétés d'échapper à leurs obligations en matière de bonne gouvernance. En outre, la composante « explain » de l'approche manquerait de substance : trop de sociétés cotées se contenteraient d'explications superficielles, voire purement formelles, pour justifier une dérogation aux dispositions du Code de sorte que l'exigence d'« explain » se réduirait finalement à peu de choses.

En réalité, la composante « explain », qui trouve sa source dans la doctrine de la corporate governance anglo-saxonne, n'est pas dénuée de substance. Au contraire, elle revêt un contenu fort tout en répondant à un besoin de flexibilité, comme nous l'expliquons dans la présente note. Contrairement à ce que pensent certains observateurs, les dérogations aux dispositions du Code ne doivent pas être assimilées à des manquements à la bonne gouvernance. L'existence de ces dérogations, à condition qu'elles soient accompagnées d'un « explain » de qualité, reflète en réalité le succès de l'approche. En d'autres termes, un « explain » de qualité ne doit pas être synonyme de « bad practice » mais bien de « best fit ».

Il n'est donc pas utile de suppléer aux prétendues carences de l'« explain » en y ajoutant des mesures coercitives de droit « dur ». Il suffit – mais il est nécessaire – de redonner toute sa vigueur à la composante « explain » de l'approche.

Qu'est-ce qu'un « explain » de qualité ? Par quels moyens en améliorer la qualité ? L'objectif de cette note est de fournir à la Commission Corporate Governance des éléments de réponse à ces questions, notamment à la lumière de l'analyse de la mise en œuvre de l'approche « comply or explain » dans plusieurs pays proches (Pays-Bas, France, Allemagne, Suède et Royaume-Uni).

2 Signification du principe « comply or explain »

2.1 Un instrument souple et approprié

Dans son Livre Vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, la Commission rappelle que les enquêtes réalisées auprès des entreprises et des investisseurs indiquent que la plupart d'entre elles considèrent que l'approche «comply or explain» constitue un instrument approprié de gouvernance d'entreprise¹.

La philosophie de l'approche « comply or explain » est de permettre une certaine flexibilité dans l'application des règles du code. Lorsqu'une règle particulière ne correspond pas au cadre particulier d'une organisation, celle-ci peut y déroger. La taille de l'entreprise, la structure de l'actionnariat, les exigences des marchés des capitaux d'autres pays constituent autant d'exemples de dérogations légitimes².

Le Code britannique de gouvernance d'entreprise (« The UK Corporate Governance Code ») précise ainsi : « In their responses to explanations, shareholders should pay due regard to companies' individual circumstances and bear in mind, in particular, the size and complexity of the company and the nature of the risks and challenges it faces. Whilst shareholders have every right to challenge companies' explanations if they are unconvincing, they should not be evaluated in a mechanistic way and departures from the Code should not be automatically treated as breaches. Shareholders should be careful to respond to the statements from companies in a manner that supports the “comply or explain” process and bearing in mind the purpose of good corporate governance. They should put their views to the company and both parties should be prepared to discuss the position ».

En d'autres mots, comme l'ont rappelé Seidl, Sanderson et Roberts³, le génie de l'approche « comply or explain » réside dans le fait qu'une société peut parfaitement se conformer au code dans son ensemble tout en dérogeant à une (ou plusieurs) disposition(s) particulière(s) de celui-ci.

Enfin, rappelons que, si une société peut choisir de ne pas se conformer à une disposition particulière du Code, elle ne peut en revanche pas choisir de ne pas s'en expliquer et ce, depuis la consécration légale du principe « comply or explain » dans le Code des sociétés.

Les travaux préparatoires de la loi du 6 avril 2010 rappelaient d'ailleurs avec justesse la philosophie de l'approche du Code, en ces termes: « Ce code contient des principes libellés en termes très généraux auxquels il ne peut pas être dérogé, des dispositions ou recommandations auxquelles il peut être dérogé moyennant justification (selon la règle “comply or explain” - appliquer ou s'expliquer) et des lignes de conduite qui sont de simples recommandations et dès lors ne sont pas soumises à l'obligation de se conformer ou de s'expliquer. Il constitue “un code de conduite auquel ses destinataires sont invités à adhérer, en sorte que le non- respect du code, même de celles de ses règles élevées au rang de “principes”, n'est pas susceptible d'une autre sanction que celle du marché” ».

Ces mêmes travaux préparatoires poursuivent en indiquant que la sanction du marché se traduit surtout dans le fait que le non- respect des règles de gouvernance d'entreprise peut

¹ Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, 5 avril 2011, COM(2011) 164 final, p. 21.

² Voy. D. Seidl, P. Sanderson et J. Roberts, « Applying « Comply-or-explain » : Conformance with Codes of corporate governance in the UK and Germany, CBR Research Programme on Corporate Governance », Working Paper, June 2009, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP389.pdf>.

³ *Ibidem*.

conduire les investisseurs à se détourner de la société en question, ce qui engendre des conséquences notamment au niveau de la valeur des titres de la société. Ils rappellent enfin le contrôle de l'application du Code par les actionnaires d'une part, et par la Commission bancaire, financière et des assurances, (désormais, la FSMA) d'autre part. Ce contrôle de la FSMA se situe au niveau de la publicité recommandée par le Code et de la vérification de l'application du principe "comply or explain" ».

2.2 « Explain » - Niveau requis d'explication

Si aucun texte ne définit clairement le contenu exact de la notion d' « explain », il n'en demeure pas moins que l'on peut retrouver dans différentes sources une guidance relative au niveau d'explication requis (tant en Belgique (point 2.2.1) que dans certains pays proches (point 2.2.2), ainsi qu'au niveau européen (point 2.2.3)).

2.2.1 Guidance en Belgique

(i) Guidance dans le Code

Selon le Code, « *dans certains cas spécifiques, des sociétés sont autorisées à déroger à certaines disposition du Code, pour autant qu'elles fournissent une explication motivée de leurs raisons. Les sociétés doivent déterminer les pratiques les mieux adaptées à leur situation spécifique et fournir une explication valable (« explain ») dans leur Déclaration de gouvernance d'entreprise. Par exemple, des sociétés de plus petite taille peuvent estimer que certaines dispositions sont disproportionnées ou moins pertinentes dans leurs cas. De même, les holdings et les sociétés d'investissement peuvent disposer d'une structure différente pour leur conseil d'administration, ce qui peut avoir un impact sur la pertinence de certaines dispositions. Les sociétés qui fournissent une explication motivée des raisons pour lesquelles elles dérogent au Code, peuvent toujours être considérées comme appliquant le Code* ».

Selon le Code, l'explication doit donc être « valable ». Cela signifie qu'elle ne peut pas remettre en cause la pertinence de la disposition même mais doit expliquer concrètement pourquoi la disposition ne trouverait pas à s'adapter dans le cas de figure concret, compte tenu de tous les paramètres qui régissent la société concernée. Le préambule du Code précise en effet qu'il « *est demandé aux sociétés de se conformer aux dispositions ou d'expliquer pourquoi elles y dérogent compte tenu de leur situation spécifique* »

(ii) Guidance dans le Code des sociétés

Le concept d'« explain » est défini dans le Code des sociétés par l'indication d'une référence aux « *raisons fondées d'une dérogation* ». Les travaux préparatoires font référence à « une explication élaborée » ou encore à une « justification »⁴, sans autre précision.

2.2.2 Guidance dans certains pays proches (Allemagne, France, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suède)

Nous avons examiné le sens donné à la notion d'« explain » dans les codes de *corporate governance* de différents pays proches :

⁴ Trav. préparatoires, Ch. 2336/01, p. 68.

– Les codes de *corporate governance* des Pays-Bas, de France et d’Allemagne ne donnent pas de contenu précis à cette notion :

- Aux Pays-Bas, le Dutch Corporate Governance Code se contente d’indiquer ceci : « *The company should state each year in its annual report how it applied the principles and best practice provisions of the Code in the past year and should, where applicable, carefully explain why a provision was not applied* ».
- En France, le Code AFEP/MEDEF précise ceci : « *Les sociétés cotées qui se réfèrent à ce code de gouvernement d’entreprise doivent faire état de manière précise, dans leur document de référence ou dans leur rapport annuel, de l’application des présentes recommandations et expliquer, le cas échéant, les raisons pour lesquelles elles n’auraient pas mis en œuvre certaines d’entre elles (...)* ». L’AMF fournit toutefois quelques précisions supplémentaires dans ses rapports annuels. Dans son rapport 2009 sur le gouvernement d’entreprise, l’AMF indique : « *lorsqu’un ou plusieurs critères du référentiel auquel il est fait référence ne sont pas respectés, la loi demande de mettre clairement en exergue ces critères et de justifier ce choix, de manière à respecter les impératifs de transparence et du principe « appliquer ou expliquer »* ».

Dans son rapport 2010 sur le gouvernement d’entreprise, l’AMF ajoute : « *Le Code AFEP/MEDEF reposant sur le principe « appliquer ou expliquer », l’absence d’explications circonstanciées apportées par les émetteurs conduit l’AMF à estimer que les sociétés ne respectent pas le code AFEP/MEDEF* ».

- En Allemagne, la section 161 du German Stock Corporation Act (Aktengesetz (AktG)) prévoit uniquement ceci : « *the management board as well as the supervisory board of listed companies are obliged to submit a declaration of compliance and to declare that the recommendations made by the German Corporate Governance Code have been and are observed or what recommendations have not been or are not applied and to state the reasons therefore* ».

– Le code britannique de gouvernance d’entreprise (« *The UK Corporate Governance Code* ») rattache cette notion à un double critère qui nous semble pertinent: conformité avec le principe dont relève la disposition et contribution à la bonne gouvernance⁵. L’idée est qu’en cas de dérogation à l’une des dispositions du code, l’objectif de bonne gouvernance doit demeurer atteint (le cas échéant, par un autre moyen, lequel doit dès lors être expliqué).

Le paragraphe 7 de la préface du UK Corporate Governance Code encourage les présidents (« *Chairmen* ») à faire rapport à titre personnel sur la manière dont la

⁵ Dans le chapitre « Comply or Explain », le Code britannique indique ainsi : « *It is recognised that an alternative to following a provision may be justified in particular circumstances if good governance can be achieved by other means. A condition of doing so is that the reasons for it should be explained clearly and carefully to shareholders, who may wish to discuss the position with the company and whose voting intentions may be influenced as a result. In providing an explanation, the company should aim to illustrate how its actual practices are both consistent with the principle to which the particular provision relates and contribute to good governance* ». On rappellera que le Royaume-Uni est le berceau du principe « *comply or explain* ».

société a appliqué les disposition du Code. L'idée est de réduire les explications « standard » des dérogations choisies.

- Le code de gouvernement d'entreprise suédois (the « *Swedish Corporate Governance Code* ») contient également une description plus précise du contenu de l'« *explain* ». Il prévoit que la société doit indiquer clairement les règles du code qu'elle n'a pas suivies, expliquer les raisons de chaque écart et décrire la solution de remplacement adoptée. Ceci impose aux sociétés de divulguer non seulement les raisons pour lesquelles elles dérogent à une recommandation donnée, mais aussi de fournir une description détaillée de la solution de remplacement appliquée⁶.

2.2.3 Guidance au niveau européen

La Commission européenne a souligné dans son récent Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE⁷, que « *selon l'approche « comply or explain », une société choisissant de déroger aux recommandations d'un code de gouvernance d'entreprise doit fournir des explications détaillées, spécifiques et concrètes justifiant ce choix* ». Une explication générale, non adaptée au contexte spécifique de la société, ne remplit donc pas l'exigence de l'« *explain* ».

3 Mise en œuvre pratique du « *comply or explain* »

3.1 En Belgique

L'Autorité belge des services et marchés financiers (la « FSMA » qui, à l'époque, s'appelait encore la Commission bancaire, financière et des assurances (la « CBFA »)) a publié en décembre 2010 une étude relative au respect par les sociétés cotées belges des nouvelles obligations de publication imposées par le Code belge de gouvernance d'entreprise 2009. Cette étude fournit des éléments intéressants quant à l'application concrète du principe « *comply or explain* » par les sociétés cotées belges⁸.

L'objectif de l'étude (qui s'est limitée aux nouvelles dispositions du Code 2009) était de fournir aux sociétés des indications quant à la façon d'établir leurs futures déclarations de gouvernance d'entreprise. La FSMA ne se prononce pas sur le niveau d'explication requis pour satisfaire à l'exigence de l'« *explain* ». En revanche, elle énumère, de façon empirique, les raisons avancées par les entreprises pour déroger à certaines dispositions du Code 2009.

On peut essentiellement regrouper ces explications dans les catégories suivantes :

- La disposition n'est pas opportune au regard de la taille ou du secteur dans lequel évolue l'entreprise (par exemple, plusieurs sociétés justifient la dérogation à la disposition 7.7 du Code 2009, qui interdit l'octroi de rémunérations liées aux performances aux administrateurs non exécutifs, par le fait qu'il s'agit d'une pratique répandue dans le secteur des biotechnologies).

⁶ Principe 10.1 du Swedish Corporate Governance Code du 1^{er} février 2010 « *In its corporate governance report, the company is to state clearly which Code rules it has not complied with, explain the reasons for each case of non-compliance and describe the solution it has adopted instead* ».

⁷ Livre Vert, Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE, Bruxelles, le 5 avril 2011, COM(2011) 164 final.

⁸ Si certaines des dispositions examinées par la FSMA sont, depuis lors devenues obligatoires de par la loi du 6 avril 2010, l'étude n'en garde pas moins toute sa pertinence en ce qui concerne le respect par les sociétés cotées des dispositions du Code.

- La dérogation à la règle étant limitée, il ne s’agirait pas d’une « vraie » dérogation car l’esprit du Code 2009 continue d’être respecté (par exemple, diverses sociétés estiment que l’octroi d’un nombre limité d’options à des administrateurs non exécutifs n’influence pas le jugement des administrateurs, et que cette pratique est donc compatible avec les recommandations du Code 2009, en ce compris celle de ne pas octroyer des rémunérations liées aux performances aux administrateurs non-exécutifs).
- La dérogation à une disposition est justifiée par le respect d’une autre norme, considérée par la société comme plus importante (par exemple, certaines sociétés n’indiquent pas, sur une base individuelle, le montant de la rémunération du CEO ou ne donnent aucun commentaire chiffré sur les montants versés au management exécutif, parce qu’elles estiment que cette information est contraire à la protection de la vie privée)⁹.
- La dérogation est justifiée par le fait que l’information à fournir en vertu du Code 2009 n’est pas opportune ou utile (par exemple, certaines sociétés n’indiquent pas, sur une base individuelle, le montant de la rémunération du CEO ou ne donnent aucun commentaire chiffré sur les options sur actions versées au management exécutif parce qu’elles considèrent que ces informations ne présentent pas de valeur ajoutée ou encore qu’il n’y a pas de raison de traiter ces aspects de la rémunération différemment des autres parties de la rémunération des personnes concernées -- tout en précisant parfois que les rémunérations sont conformes aux pratiques de marché).

Il ressort de cette étude que la teneur de l’explication fournie par les sociétés cotées belges varie, d’une part, selon les dispositions du Code auxquelles il est dérogé et, d’autre part, selon les sociétés concernées. Certaines justifications sont plus élaborées que d’autres, qui se limitent à énoncer l’absence d’utilité ou de valeur ajoutée de la disposition. La FSMA a par ailleurs constaté que, pour certaines dispositions, certaines sociétés n’avaient tout simplement pas expliqué pourquoi elles n’appliquaient pas la disposition. La FSMA explique ce manquement par *« l’impression que certaines dispositions ont tout simplement échappé à l’attention des sociétés »*. La récente consécration, dans le Code des sociétés, du principe *« comply or explain »* devrait améliorer la situation car elle obligera les sociétés à se pencher avec plus d’attention sur l’ensemble des dispositions du Code.

En septembre 2011, la FSMA a publié une nouvelle étude faisant suite à celle de 2010 et basée sur les rapports financiers annuels de 2010. Il ressort de celle-ci qu’un net progrès a été enregistré au niveau de l’application des dispositions relatives au gouvernement d’entreprise qui sont ancrées dans la législation, et ce, même si les sociétés ne se conforment pas à toutes les dispositions légales. La FSMA souligne également que les déclarations des sociétés sont mieux étayées que lors de la première étude.

3.2 Aux Pays-Bas

Le second rapport (décembre 2010) du *Corporate Governance Code Monitoring Committee* (le « Comité ») énumère les *« explain »* les plus fréquemment donnés par les sociétés cotées néerlandaises. Selon ce rapport, les *« explain »* les plus souvent avancés en 2009 sont, d’une part, l’importance des coûts administratifs et financiers de mise en œuvre des dispositions et, d’autre part, la petite taille de l’entreprise. Les autres explications invoquées sont (i) le souhait de respecter des contrats en cours et (ii) le caractère temporaire de la dérogation. Comme le souligne le Comité, cette dernière explication n’est pas vouée à se perpétuer. En ce qui concerne le souhait

⁹ Il va de soi que cette dérogation ne pourrait plus être invoquée depuis la loi du 6 avril 2010.

de respecter les contrats en cours, le Comité est d'avis que cette explication n'est pas valable en raison du temps écoulé depuis l'introduction des dispositions du Code. Le Comité souligne enfin que l'explication selon laquelle une disposition est écartée parce que la société a mis en place un système différent n'est pas considérée comme étant satisfaisante.

Dans son rapport, le Comité examine par ailleurs le respect par les sociétés de chaque disposition individuelle et établit des statistiques relatives au respect des diverses dispositions. Le Comité ne donne toutefois pas de lignes de conduite générales relatives à ce qui constituerait un « *explain* » de qualité.

3.3 En France

Selon le Rapport 2010 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 60% des sociétés cotées ayant adopté le Code AFEP/MEDEF comme code de référence déclarent écartier certaines de ses dispositions. Près de 80% des sociétés expliquent les raisons pour lesquelles elles ont écarté ces dispositions du code AFEP/ MEDEF et par conséquent environ 20% d'entre elles n'apportent aucune explication à ces dérogations.

Ce rapport estime toutefois que plusieurs des explications apportées par les sociétés ne sont pas satisfaisantes au regard du principe « appliquer ou expliquer ». L'AMF considère à cet égard que lorsque les sociétés expliquent les raisons pour lesquelles elles écartent un critère du code auquel elles se réfèrent, elles doivent s'attacher à donner des explications circonstanciées et adaptées à leur propre situation.

3.4 En Allemagne

Nous n'avons pas connaissance d'une étude menée par une autorité réglementaire en Allemagne au sujet de la qualité de l'« *explain* ».

Il existe en revanche une étude réalisée en 2009 par D. Seidl, P. Sanderson et J. Roberts¹⁰ dans laquelle les auteurs proposent une taxonomie des « *explain* » fournis par les 130 sociétés cotées les plus importants établies en Allemagne et cotées sur la bourse de Francfort (soit le Dax30, le MDax et le SDax) et présentent des statistiques sur cette base. Les auteurs de l'étude concluent que près de la moitié des « *explain* » fournis par ces sociétés, consistent soit en ce que les auteurs de l'étude qualifient de « *pure disclosure* », à savoir une indication d'une dérogation sans description d'une pratique alternative ni justification¹¹ soit en « *empty justification* », à savoir une justification circulaire ou vide de sens¹². Par ailleurs, près de 20% des explications sont des justifications de principe contre le contenu des dispositions. Seules 20% des explications constituent des explications circonstanciées et spécifiques (spécificités liées au secteur industriel, à la taille de l'entreprise, à la structure de l'entreprise, au caractère international de l'actionnariat,...). Des dérogations motivées par des spécificités liées à l'entreprise ne sont donc que rarement avancées. L'étude constate qu'une grande partie des explications (40%) ne sont pas conformes à l'approche « *comply or explain* » en ce qu'elles ne sont que de « *pure disclosures* » sans justification. Près de 10% des explications sont des « *empty justifications* ».

¹⁰ D. Seidl, P. Sanderson et J. Roberts, « Applying « Comply-or-explain » : Conformance with Codes of corporate governance in the UK and Germany, CBR Research Programme on Corporate Governance », Working Paper, June 2009, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP389.pdf>. Cette étude date d'avant la consécration légale dans l'article 161AktG du principe « *comply or explain* » et n'est, dans cette mesure, plus à jour.

¹¹ Dans le cas d'une « *pure disclosure* », la société se contente donc d'indiquer qu'elle déroge à telle ou telle disposition du code mais sans préciser pour quelle raison et sans justifier une telle dérogation.

¹² Les auteurs citent comme exemple de « *empty justification* », celui d'une société déviant d'une disposition du code moyennant l'explication suivante : « *since corporate practice as hitherto [...] is to be maintained* ». Il s'agit donc d'une explication sans aucune valeur explicative.

3.5 En Suède

Le rapport annuel 2009 du *Swedish Corporate Governance Board* (le « Board ») s'est penché sur la qualité des « *explain* » fournis par les sociétés cotées suédoises. De manière générale, le Board constate que la qualité des « *explain* » a diminué en 2009¹³. Le Board insiste à cet égard sur l'importance d'explications suffisamment substantielles, à valeur informative et fondées sur les circonstances propres à la société concernée. Le Board précise que des arguments vagues et des déclarations générales sans rapport avec la situation spécifique de la société ont peu de valeur informative. C'est en vue d'améliorer la qualité de l'« *explain* » que le Code révisé a introduit la double exigence pour les sociétés de justifier la dérogation et de décrire la solution de remplacement adoptée.

Malgré le constat selon lequel la qualité des « *explain* » a diminué, les chiffres avancés par le Board sont plutôt encourageants : le Board estime ainsi que, des 113 sociétés ayant rapporté des dérogations aux dispositions du Code, 88 fournissent une explication claire, 20 ne fournissent aucune explication et 5 se contentent d'explications partielles. De plus, 95 des 113 sociétés concernées décrivent la solution de remplacement adoptée suite à la dérogation tandis que les 18 autres ne précisent pas de solution de remplacement.

Il semble donc que l'exigence de décrire la solution de remplacement adoptée (ajoutée à l'obligation d'expliquer les raisons de chaque dérogation) contribue à un « *explain* » de meilleure qualité.

3.6 Au Royaume-Uni

Le *Financial Reporting Council* (FRC) a l'intention de lancer une étude sur l'application du UK Corporate Governance Code au cours de l'année écoulée. Une telle étude n'existe toutefois pas à l'heure actuelle.

L'étude académique menée par D. Seidl, P. Sanderson et J. Roberts (cfr. 3.4 ci-dessus) tant en Allemagne qu'au Royaume-Uni révèle quant à elle des résultats meilleurs au Royaume-Uni qu'en Allemagne. En effet, sur les 130 sociétés étudiées (à savoir les sociétés du FTSE100 et les 30 sociétés les plus importantes du FTSE350), environ 24% des explications constituent des « *pure disclosure* » ou des « *empty justification* » (contre près de 50% en Allemagne). Seules 6,52% des explications constituent des justifications de principe contre le contenu d'une disposition du code (contre 20% en Allemagne). La proportion d'explications circonstanciées et spécifiques

¹³ « Concerning the quality of explanations of noncompliance, the positive trend of recent years was broken and there was a return to a level similar to that seen in the first year of the original Code. It is vital that there is an improvement in the information value of explanations of non-compliance over time, just as there was during the early years of application of the original Code. The standard of explanations of non-compliance is crucial to the success of corporate governance codes based on the principle of comply or explain. The factual relevance of such explanations is primarily for the companies' owners and other capital market actors to evaluate as a basis for their investment decisions and cannot be assessed in any general sense. However, in order to fulfil this aim, the explanations must be sufficiently substantive, informative and founded in the specific circumstances of the company concerned to be useful as a basis for such judgments. Vague arguments and general statements, without any real connection to the company's situation, have little information value. Of the 113 companies that have report non-compliance in this year's corporate governance report, 88 provide a clear explanation, 20 provide no explanation, while five companies give partial explanations. In order to improve the information value of explanations, the revised Code introduced a requirement that companies not only justify non-compliance, but also describe the solutions they have chosen instead. Such descriptions can be found in 95 of the 113 companies' corporate governance reports, while the remaining 18 do not attempt to describe their alternative solutions. These are included to an extent, but not entirely, in the group that provides no clear explanation. It should be noted that a description of an alternative solution does not necessarily include a reason why this has occurred. Last year, 57 per cent of explanations were regarded as having good information value, while the equivalent figure for this year is 29 per cent. The proportion of explanations regarded as having little or no information value has risen from 15 to 27 per cent. It can be assumed that much of the reason for this is to be found among new Code companies, where there is probably still uncertainty about how explanations of non-compliance should be formulated ».

(spécificités liées au secteur industriel, à la taille de l'entreprise, à la structure de l'entreprise, à son caractère international...) est également plus élevée : près de 50% contre 20% en Allemagne.

Les auteurs expliquent ces différences dans le niveau et la qualité des explications tant par la plus longue expérience qu'a l'Angleterre de la « *self-regulation* » que par les différences dans la structure des marchés de capitaux de ces deux pays (présence plus importante d'institutions financières extérieures en Allemagne). Ce dernier élément augmente en effet la pression sur les sociétés anglaises de justifier publiquement leurs déviations du Code..

Cette étude nous semble confirmer que l'énonciation publique de principes directeurs d'un « *explain* » de qualité ne peut que contribuer à l'amélioration de telles statistiques.

3.7 Au niveau européen

Selon l'étude sur les systèmes de contrôle et la mise en place des règles de gouvernement d'entreprise au sein des États membres de l'UE¹⁴, la qualité des déclarations de gouvernance d'entreprise des sociétés s'écartant des recommandations contenues dans le code dont elles relèvent n'est globalement pas satisfaisante. L'étude montre en effet que, dans plus de 60 % des cas, lorsque les entreprises décident de ne pas appliquer des recommandations, elles ne fournissent pas d'explications suffisantes¹⁵.

L'étude classe les explications fournies par les entreprises en cinq catégories :

- (i) explications dites « non valides » : il s'agit des explications faisant état d'une dérogation sans autre explication ;
- (ii) explications dites « générales » : il s'agit d'explications de portée générale par lesquelles la société indique son désaccord avec une disposition du code mais sans pointer une situation spécifique à la société ;
- (iii) explications dites « limitées » : il s'agit d'explications dans lesquelles les sociétés n'expliquent pas les raisons pour lesquelles elles dérogent au code, mais où les sociétés fournissent de l'information complémentaires telle une procédure alternative ;
- (iv) explications dites « spécifiques » : il s'agit d'explications ayant trait à une situation spécifique à la société concernée ;
- (v) explications dites « transitoires » : il s'agit du cas des sociétés indiquant qu'elles dérogent à l'heure actuelle à une disposition du code mais qu'elles l'appliqueront à l'avenir.

Même si l'étude vise uniquement à catégoriser les explications données sans se prononcer sur le caractère acceptable de l'explication fournie, elle n'en présente pas moins de l'intérêt pour notre étude en offrant une base utile pour formuler des principes directeurs d'une « *explain* » de qualité.

Il est d'ailleurs intéressant de noter que la Suède et le Royaume-Uni (deux pays qui donnent des recommandations plus explicites sur l'« *explain* »), sont parmi les pays enregistrant le plus grand nombre d'explications dites spécifiques.

Septembre 2011

¹⁴ Étude sur les systèmes de contrôle et la mise en place des règles de gouvernement d'entreprise au sein des États membres de l'UE, disponible à l'adresse http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_fr.htm.

¹⁵ Page 84 de l'étude.

◇ ◇ ◇