

Septembre 2017

L'EFFICACITÉ DES CODES DE GOUVERNANCE.
PERSPECTIVES COMPARÉES ET PLURIDISCIPLINAIRES.

Recherche pour le GIP Mission de recherche Droit et Justice

Note de synthèse

Sous la responsabilité de :

- Sophie HARNAY (EconomiX et BETA - CNRS UMR 7522)
- Tatiana SACHS (Institut de Recherche Juridique sur l'Entreprise et les Relations Professionnelles)
- Katrin DECKERT (Centre de Droit Civil des Affaires et du Contentieux Economique)

1. Présentation générale du contexte et de la problématique de la recherche

La gouvernance d'entreprise (ou gouvernement d'entreprise) vise l'organisation de la prise de décision ainsi que la répartition des pouvoirs entre les différents acteurs et instances de celle-ci. A partir des années 1980-1990, les sciences économiques et de gestion, notamment aux Etats-Unis, développent des analyses de la gouvernance d'entreprise essentiellement orientée vers la promotion de la valeur actionnariale et la mise en place de mécanismes destinés à discipliner les dirigeants, c'est-à-dire à s'assurer qu'ils servent au mieux les intérêts des actionnaires, à travers divers dispositifs de surveillance, d'information et d'incitation. Quelques années après, le principe de contrôle des dirigeants par les actionnaires demeure l'un des pivots des principes de gouvernement d'entreprise, en même temps qu'il fait l'objet de certains ajustements et évolutions, destinés à en accroître l'effectivité. Dans la continuité de la *corporate governance*, ces évolutions reflètent certaines inflexions, théoriques et pratiques, dans la conception dominante de la gouvernance des entreprises.

Au plan juridique, la conception dominante de la gouvernance trouve sa transposition directe dans les premiers codes de gouvernement d'entreprise, parmi lesquels le Code Cadbury adopté en 1992 au Royaume-Uni, ainsi que dans une série de codes plus récents. Le plus souvent produits à l'initiative des acteurs du marché boursier, des associations d'entreprises et/ou d'organismes gouvernementaux, ces codes, qui s'adressent en général aux entreprises cotées en bourse, prennent la forme d'une liste de « bonnes pratiques » ou de « recommandations » adressées aux opérateurs économiques. Ils constituent à ce titre une norme souple, très proche d'une régulation de type *soft law*, et dont l'effectivité repose essentiellement sur la discipline de marché. Cette dernière découle de la croyance en la capacité des mécanismes de marché à orienter les comportements des agents économiques.

Les scandales financiers des années 1990 et 2000, puis la crise financière de 2008, ont cependant contribué à mettre en lumière les limites et effets pervers de comportements managériaux privilégiant la recherche d'une rentabilité à court terme et orientés vers la maximisation de la valeur actionnariale, alimentant ainsi la réflexion académique sur les failles de l'autoréglementation et de la discipline de marché, au cœur des codes de gouvernance. En raison des effets économiques et sociaux majeurs associés à la régulation des comportements des entreprises, la capacité des codes à réguler de façon effective et efficace les choix des entreprises en matière de gouvernance devient alors un objet de réflexion central, tant dans le champ académique qu'au plan pratique. La question essentielle se pose alors de savoir s'il est préférable, afin de dissuader les pratiques à risque et d'encourager les comportements vertueux des entreprises, de recourir à des codes de gouvernance ou de privilégier le recours à des technologies juridiques alternatives, par exemple législatives.

L'objectif du rapport, intitulé « L'efficacité des codes de gouvernance, perspectives comparées et pluridisciplinaires », est précisément de montrer en quoi les codes de gouvernance, compte tenu de la spécificité des acteurs qui en sont à l'origine, compte tenu de leur contenu, de leur mode de production, de mise en œuvre et d'effectivité constituent un

instrument juridique original, remplissant une fonction spécifique à l'intérieur de nos cadres juridiques, tout en présentant certaines limites liées, précisément, à leur originalité. Articulant la double perspective des sciences juridiques et économiques, il a pour pivot une question essentielle : comment rendre les codes de gouvernance efficaces, et avec ou pour quelle finalité ? D'une réflexion autour de la signification du terme « efficacité » découle deux déclinaisons de cette question.

Premièrement, nous nous intéressons à l'*effectivité* des codes de gouvernance, entendue comme leur faculté à orienter les comportements des entreprises. Cela nous amène en particulier à étudier l'opposition entre *hard law* (droit dur) et *soft law* (droit mou, droit souple). Cette première orientation de la recherche nous amène alors à analyser les modes d'effectivité des codes de gouvernance, opérant le plus souvent, non pas au moyen d'une sanction étatique associée à la contrainte, mais selon une logique d'encouragement des comportements, liée notamment à l'exercice d'une discipline de marché dont nous examinons précisément la portée et les limites.

Deuxièmement, notre questionnement sur l'efficacité des codes de gouvernance nous amène à nous intéresser à leur aptitude à améliorer la gouvernance d'entreprise et, partant, à nous interroger sur le concept même de « bonne gouvernance ». Cette approche nous conduit alors, de manière originale, à analyser la proximité des logiques existant en matière de responsabilité sociale et environnementale des entreprises et de gouvernance d'entreprise.

2. Présentation des axes et méthodes de la recherche

La problématique est a été traitée selon trois axes de recherche.

Si les codes de gouvernance sont censés servir de référence pour les pratiques de gouvernement d'entreprise, l'appellation « code de gouvernance » recouvre, dans les faits, des réalités très variées, qui tiennent aussi bien aux auteurs des codes de gouvernance qu'à leur contenu. L'objectif du **premier axe de la recherche** est à cet égard double :

- D'une part, il est descriptif, en ce qu'il vise tout d'abord à établir une cartographie des codes de gouvernance permettant de rendre compte de leur diversité et d'identifier et caractériser leurs principaux attributs. Dans cette perspective, le rapport documente la diversité de ces codes de gouvernance et identifie les principaux axes structurants de leur pluralité en dressant une cartographie croisant des données sur les auteurs (organismes professionnels, commissions para-publiques...), les types d'entreprises concernées (cotées ou non cotées, taille, secteur d'activités), et certaines dimensions du contenu des codes (composition et le fonctionnement des organes de direction, rémunérations des dirigeants, cumul des mandats, *etc.*).
- D'autre part, et sur la base de la cartographie précédente, l'objectif du premier axe de la recherche est de mettre en évidence la communauté de thèmes, vocabulaire et

préoccupations irriguant l'ensemble des codes, en même temps que la diversité nationale ou locale les caractérisant. Il s'agit, en d'autres termes, de mettre en lumière la tension entre l'apparente homogénéité des codes de gouvernance d'entreprise d'un côté, et leur ancrage dans les traditions juridiques nationales de l'autre. Il s'agit ainsi de fournir un substrat empirique sur les codes de gouvernance permettant d'alimenter les analyses menées dans les axes de recherche suivants.

A cette fin, une sélection de plus de trente codes de gouvernance, choisis pour leur caractère représentatif du fonctionnement et de l'organisation des entreprises sur les différents continents, est opérée parmi l'ensemble toujours croissant de codes en vigueur à travers le monde. Parmi la variété des thèmes traités dans les codes de gouvernance, deux types de dispositifs de gouvernance sont choisis pour leur centralité dans la vie des entreprises et étudiés plus en détail, respectivement la définition de l'administrateur indépendant d'une part, et les règles de fixation de la rémunération d'autre part.

Egalement dans une visée descriptive, ces premiers éléments de cartographie des codes de gouvernance sont par ailleurs complétés par une comparaison des codes allemand et français, faisant apparaître les éléments de convergence et de divergence entre eux et vérifiant, sur deux exemples de codes précis, certaines intuitions et résultats de l'analyse précédente plus générale.

Le **deuxième axe de la recherche** porte sur l'effectivité des codes de gouvernance, à savoir leur capacité à assurer la conformité des comportements observés dans la réalité à ceux prévus par les codes. Dans cette perspective, l'objectif est de documenter le constat d'une ineffectivité relative des codes dans la pratique, en proposant des pistes d'analyse et d'explication de cette (in)effectivité, avant de chercher à comprendre les raisons de cette dernière et de questionner les voies possibles d'une meilleure effectivité. De façon originale, notre recherche aborde cette question à travers un double prisme juridique et économique, mobilisant notamment les apports de l'économie du droit pour étudier les modes d'effectuation des codes de gouvernement d'entreprise en comparaison avec d'autres modes de régulation juridique.

Dans un premier temps, les pré-requis nécessaires à l'élaboration des outils de mesure de l'effectivité des codes de gouvernance sont étudiés sous l'angle économique. Sur la base d'un état des lieux des institutions existantes en charge, à l'heure actuelle, de l'évaluation de l'effectivité des codes, des instruments utilisés et de leurs limites, une revue critique des débats théoriques sur l'effectivité des codes de gouvernance est réalisée, développant une analyse inédite des rapports entre *hard law* et *soft law* et de leurs effets sur l'effectivité des codes de bonne gouvernance.

Dans un deuxième temps, l'analyse juridique vient compléter cette analyse économique par l'étude des difficultés auxquelles se heurte la réalisation du principe *comply or explain*, centrale dans les processus d'effectivité des codes de gouvernance. Adoptant une démarche comparative, cette contribution analyse les limites à l'effectivité des codes dans les

deux cas particuliers de la France et de la Grande-Bretagne.

Dans un troisième temps, l'accent est porté sur l'analyse des effets produits par les codes dans la réalité : si leur mise en œuvre souffre de certaines limites, comme les contributions précédentes le soulignent, les codes n'en exercent en effet pas moins des effets réels, qui sont étudiés à travers une analyse économique de type coûts-avantages. La nature et les effets ambivalents des codes, les inconvénients ou coûts qui leur sont attachés en termes d'effectivité, ainsi que les avantages ou bénéfices qu'ils comportent pour les agents économiques privés, sont ainsi examinés dans ce cadre, dans le souci d'évaluer de façon réaliste le degré d'effectivité ou ineffectivité des codes en tant que technologie juridique spécifique.

Dans un quatrième temps, les analyses précédentes sont complétées par une étude détaillée des critères de nature à déclencher l'application d'un code de gouvernance donné lorsque l'activité d'une entreprise revêt une dimension transnationale. L'étude de la place du droit international privé dans la mise en œuvre des codes de gouvernance conduit ainsi à identifier les difficultés liées à la double nature des codes de gouvernance, lesquels relèvent à la fois du droit des sociétés et du droit des marchés financiers, qui contiennent chacun des modes de résolution des problèmes d'articulation qui leur sont spécifiques. Ce constat conduit alors, de manière prospective, à s'interroger sur l'opportunité d'une harmonisation des pratiques d'élaboration des codes et sur celle d'un code commun, notamment au niveau européen.

Enfin, dans un cinquième temps, le constat nuancé émergeant des analyses précédentes, selon lesquels il serait tout aussi erroné de considérer que les codes de gouvernance ne produisent pas d'effets que de les assimiler à des instruments normatifs dont l'effectivité équivaut à celle d'une norme assortie de sanctions étatiques, fait l'objet d'une mise à l'épreuve économétrique. L'étude économétrique des effets comparés de la loi Copé-Zimmermann en France et du *Combined Code* britannique sur la représentation des femmes dans les conseils d'administration permet ainsi de tester, sur une question juridique précise, le degré d'effectivité des codes de gouvernance par rapport à l'outil législatif.

Enfin, à partir d'une réflexion sur les finalités de la gouvernance et de la mise en regard des théories et des outils du gouvernement d'entreprise avec ceux de la gouvernance, le **troisième axe de recherche** s'emploie à mieux cerner la place des codes de gouvernance et leur spécificité parmi les autres outils de gouvernement d'entreprise. En effet, les limites de la *corporate governance*, la nécessité de tenir compte des parties prenantes autres que les actionnaires, mais aussi l'urgence de prendre en considération la pluralité des types de sociétés – aussi bien au regard de leurs activités que de leurs structurations – mettent à l'épreuve les codes de gouvernance. Une première contribution vise ainsi à examiner le rôle des codes de gouvernance, destinés aux sociétés cotées, à l'égard des sociétés non cotées et à vérifier si la force d'irradiation des codes dépasse ou non le cercle de leurs destinataires « naturels » - les sociétés cotées. L'analyse fait ainsi apparaître que les sociétés non cotées ont développé leur propre réseau de « bonnes pratiques » de gouvernement d'entreprise et le

besoin d'une standardisation des pratiques dont la réalisation ne passe pas nécessairement par la discipline de marché. De manière complémentaire, la dernière contribution examine l'irréductible contradiction qui traverse l'ambition de transformer des modes de fonctionnement internes aux sociétés au moyen d'instruments qui prennent appui sur la discipline de marché. L'analyse emprunte alors deux voies : une comparaison entre les procédés de justification qu'implique le principe du *comply* et les obligations de rendre compte qui prennent place en matière de responsabilité sociale et environnementale des entreprises d'un côté ; une étude des explicitations fournies par les sociétés du CAC 40 lorsqu'elles prennent des libertés à l'égard de leur code de référence d'autre part. De cette étude ressort une préconisation : la rénovation du gouvernement d'entreprise ne peut prendre appui uniquement sur des instruments dont l'effectivité dépend de la discipline de marché. Deux pistes sont alors évoquées : le développement de dispositifs de co-régulation d'une part, l'adoption de statuts pour des entreprises à mission d'autre part.

3. Principaux résultats de la recherche

Les principaux résultats de la recherche sont les suivants.

Les travaux réalisés dans le cadre du **premier axe de recherche** font apparaître une tension, manifeste, entre l'apparente homogénéité des codes de gouvernance d'entreprise d'une part, et leur ancrage dans les traditions juridiques nationales d'autre part. Un examen attentif révèle en effet que la plupart des codes traitent des mêmes thèmes, partagent un vocabulaire commun et ont érigé le principe du *comply or explain* comme mécanisme pivot de leur effectivité. Nous montrons alors que cette homogénéité s'explique aisément, et résulte d'un double facteur. Le premier est la participation des acteurs du monde économique à la production des codes de gouvernance. Or ces acteurs subissent l'influence de la théorie de la *corporate governance*, telle qu'elle s'est diffusée à travers les différents systèmes juridiques et les différentes places financières. A ce premier facteur, s'ajoute un second, qui lui est corrélé : la mise en place de code de gouvernance poursuit un objectif d'attraction des investisseurs, notamment des investisseurs internationaux, lesquels doivent pouvoir comparer la « qualité » du gouvernement d'entreprise des sociétés cotées sur les différentes places boursières mondiales en ayant à leur disposition des éléments et outils de comparaison opératoires. L'homogénéité apparente des codes de gouvernance est donc le fruit de l'internationalisation des marchés financiers.

Toutefois, nous trouvons également que, pour de multiples raisons, les codes restent cependant ancrés dans des traditions nationales fortes. Notre étude montre alors que ce qui les différencie les uns des autres se loge, pour l'essentiel, dans des détails. Nous vérifions et approfondissons ce résultat plus particulièrement sur deux types de dispositifs de gouvernance, centraux dans les différents systèmes de gouvernance : la définition de

l'administrateur indépendant d'une part, et les règles de fixation de la rémunération d'autre part.

Les contributions réalisées dans le cadre du **deuxième axe de la recherche**, portant sur la question de l'effectivité des codes de gouvernance, conduisent à des conclusions nuancées quant à cette effectivité, qui doivent de ce fait inciter le décideur public à la prudence. D'emblée, le caractère largement optionnel des codes de gouvernance conduit à rejeter une transposition pure et simple de la définition de l'effectivité comme conformité des comportements observés à ceux modélisés dans la norme juridique, classiquement retenue dans le contexte de *hard law*. En effet, les codes de gouvernance reposent le plus souvent sur le principe du *comply or explain*, qui prévoit que l'entreprise peut soit mettre en œuvre les recommandations du code, soit s'en écarter tout en justifiant leur non-respect. En vertu de ce principe, deux comportements radicalement différents peuvent alors, théoriquement, s'interpréter comme des manifestations de l'effectivité du code, dont il devient dès lors complexe d'apprécier le degré d'effectivité ou d'ineffectivité relatif.

Dans un premier temps, un état des lieux des institutions existantes en charge, à l'heure actuelle, de l'évaluation de l'effectivité des codes, des instruments utilisés et de leurs limites nous permet tout d'abord de qualifier les prérequis nécessaires à l'élaboration des outils de mesure de l'effectivité des codes de gouvernance. Il nous permet ensuite, sur cette base, de restituer les débats de la science économique sur l'effectivité des codes de gouvernance et d'analyser les externalités existant entre *hard law* et *soft law* et leurs effets sur l'effectivité des codes de bonne gouvernance.

Dans un deuxième temps, cette analyse économique est complétée par l'analyse juridique des difficultés auxquelles se heurte la réalisation du principe du *comply or explain* en France et au Royaume-Uni. Précisément, l'étude fait clairement apparaître que ces dernières tiennent en large part à l'existence d'un double niveau de mise en œuvre : un niveau déclaratoire d'une part, l'adoption de modalités de gouvernement d'entreprise conformes aux prescriptions du code d'autre part. La discipline de marché prenant appui sur les déclarations des entreprises, la dimension déclaratoire revêt donc une grande importance. Elle comporte deux volets. En premier lieu, si certaines entreprises ont l'obligation de se référer à un code de gouvernance, elles demeurent libres de choisir leur code de référence. Ainsi, la mise en œuvre d'un code de gouvernance suppose en premier lieu que les entreprises déclarent choisir ce code comme code de référence. Ce premier niveau, quoique nécessaire, ne garantit en rien que l'entreprise se conforme aux dispositions du code choisi. Il convient dès lors de distinguer la diffusion d'un code de son effectivité. La première est nécessaire à la seconde, mais elle ne saurait suffire. Le second volet déclaratoire prend place dans la mise en œuvre du principe du *comply or explain*. Dans leur rapport, les entreprises doivent rendre compte des modalités de gouvernement d'entreprise choisies et éventuellement justifier le fait de ne pas appliquer certaines dispositions du code. Les rapports produits par la société font l'objet d'un contrôle – en France du HCGE et de l'AMF – sans que ne soit toujours vérifiée la correspondance avec les modalités effectivement adoptées. Il en est de même pour les investisseurs. En conséquence, la dimension déclaratoire de la mise en œuvre des codes de gouvernance produit

des effets, quand bien même la réalité du gouvernement d'entreprises ne lui correspond pas. Un des risques associés à cette situation est notamment la « transparence conformiste ». Les investisseurs ayant une préférence pour les entreprises qui déclarent se conformer au code de gouvernance de référence, les entreprises ont tendance à déclarer un comportement de *compliance*, ou de conformité, même s'il ne correspond pas aux modalités effectives de leur gouvernance. En définitive, notre analyse montre ainsi que les obligations de transparence présentent un écueil : la création d'une « bulle » au sein de laquelle le code et les rapports se répondent, sans que le lien avec la réalité ne soit pris en compte.

Dans un troisième temps, l'analyse des limites de l'effectivité des codes est ensuite complétée par une analyse coûts-avantages mobilisant les outils d'économie du droit et permettant de caractériser économiquement les codes, en tant qu'instruments normatifs dotés d'attributs les distinguant des technologies juridiques « classiques ». L'analyse économique conduit alors à identifier plusieurs points forts des codes en tant que technologie juridique distincte de la *hard law* : flexibilité, souplesse, degré élevé de généralité des codes, capacité à satisfaire certains besoins juridiques des agents économiques difficilement satisfaits par d'autres instruments normatifs. Face à l'absence d'une définition consensuelle de la gouvernance optimale, que ce soit au plan théorique ou empirique, et compte tenu du caractère évolutif de la demande juridique des entreprises et des investisseurs dans le temps et l'espace, l'analyse économique nous permet alors de conclure que les avantages des codes en font, au moins dans une certaine mesure, une technologie juridique adaptée aux impératifs de la gouvernance : en même temps qu'ils organisent la régulation – indispensable – de la gouvernance, les codes, grâce à leurs propriétés, autorisent en effet la coexistence de définitions divergentes d'une bonne gouvernance, offrent des espaces de flexibilité aux agents économiques et articulent leurs besoins hétérogènes. Pour autant, l'analyse coûts-avantages fait apparaître, en parallèle, certaines limites en lien avec leur effectivité limitée dans un certain nombre de situations. En définitive, notre analyse incite donc à la prudence et conduit à ne pas conclure, de façon univoque et sans précaution, à l'effectivité ou ineffectivité des codes en toute généralité et dans tous les cas de figure.

Dans un quatrième temps, nous revenons sur la tension entre le global et le local qui traverse l'élaboration des codes de gouvernance, susceptible de soulever des difficultés dans la mise en œuvre des codes à des entreprises dont le cadre d'activités dépasse les territoires nationaux. L'étude de la place du droit international privé dans la mise en œuvre des codes de gouvernance nous permet de répondre de manière originale à cette question essentielle de l'articulation entre les différents codes de gouvernance nationaux. D'une part, les difficultés liées à la double nature des codes de gouvernance, relevant à la fois du droit des sociétés et du droit des marchés financiers, sont clairement identifiées. D'autre part, l'opportunité d'une harmonisation des pratiques d'élaboration des codes et d'un code commun au niveau européen est discutée, dans une perspective prospective propre à éclairer les choix des décideurs publics.

Dans un cinquième et dernier temps du deuxième axe de la recherche, les résultats précédents font l'objet d'une analyse économétrique comparée de l'effectivité d'une même disposition juridique, selon qu'elle soit portée par la loi ou un code de gouvernance.

L'hypothèse de recherche est que des instruments juridiques différents (respectivement, le code et la loi), produits au terme de processus de production juridique différents et dotés de modes d'application et de mise en œuvre différents, sont susceptibles d'engendrer, en pratique, des effets eux-mêmes différents. Sur le cas précis des dispositions destinées à promouvoir la parité entre femmes et hommes dans les conseils d'administration, nous étudions les effets de l'introduction, à la même date, d'une disposition similaire concernant la parité entre femmes et hommes par un code et un texte de loi en Grande-Bretagne et en France sur la composition des conseils d'administration des entreprises des deux pays concernés. L'objectif est double. D'une part, il s'agit de vérifier que les codes, souvent accusés d'ineffectivité du fait de leur assise sur le principe du *comply or explain*, produisent bien des effets réels, en pratique, et encadrent donc de manière effective les comportements des entreprises. D'autre part, et de manière plus prospective, il s'agit de déterminer s'il convient de légiférer ou de laisser les entreprises s'autoréguler en matière de gouvernance. L'étude économétrique, entièrement originale, constitue dans ce contexte une analyse empirique inédite permettant de comparer l'effectivité d'un code de gouvernance et d'une loi. Réalisée en utilisant la méthode des doubles différences, elle confirme l'intuition initiale d'un effet plus immédiat et marqué du quota législatif quant à l'objectif de parité femmes – hommes visé, par rapport à l'effet du code de gouvernance britannique. Elle montre également que le quota législatif français ne semble pas avoir engendré les effets disruptifs attendus *ex ante* sur la composition des conseils d'administration français, les entreprises françaises ayant réussi à organiser leur conformité à la loi sans remettre en cause les grands équilibres structurants de leurs conseils. Nos résultats viennent donc nuancer le discours largement dominant à l'heure actuelle dans l'analyse économique du droit, soutenant le plus souvent l'idée de la supériorité de la *soft law* par rapport à la *hard law*, et insistant sur le caractère contraignant de la loi par rapport au code, au motif de la difficulté pour les entreprises de se conformer aux injonctions législatives sans inflexion majeure de leurs orientations et choix antérieurs.

En définitive, les conclusions de notre deuxième axe de la recherche nous permettent donc de remettre en cause plusieurs idées reçues concernant l'(in)effectivité des codes de gouvernance. D'un côté, l'idée largement répandue chez les juristes selon laquelle la *soft law* ne produit pas d'effet est battue en brèche. De l'autre, l'affirmation de la propension supérieure de la *soft law* à modifier les comportements, fréquente dans la littérature économique, est également remise en question.

Le **troisième axe de recherche** complète les analyses précédentes par une réflexion quant à la capacité des codes de gouvernance à contribuer aux évolutions de la gouvernance d'entreprise, notamment concernant ses finalités, au centre des débats depuis la crise de 2008.

A ce titre, une manière originale, et éventuellement paradoxale, d'évaluer l'effectivité des codes de gouvernance peut être de rechercher s'ils ont une influence en dehors de leur strict champ d'application. Dans cette perspective, nous nous intéressons tout d'abord aux effets produits par les codes de gouvernance, essentiellement destinés aux sociétés cotées, sur d'autres types d'entreprises qu'ils tendent de manière générale à ignorer et qui, trop souvent,

apparaissent comme un point aveugle des travaux sur la gouvernance d'entreprise. S'interroger sur la place des codes de gouvernance dans de telles sociétés offre en effet, indubitablement, un angle d'étude novateur pour apprécier non seulement la valeur et la portée des codes de gouvernance, mais également l'influence des valeurs qu'ils véhiculent – celles de la *corporate governance* – dans les entreprises non cotées. Nous montrons alors que les sociétés non cotées ont développé leur propre réseau de « bonnes pratiques » de gouvernement d'entreprise : ces entreprises apparaissent donc, incontestablement, réceptives à certaines des valeurs portées par les codes de gouvernance. Le développement, par la pratique, de tels outils montre également la nécessaire adaptation de ces outils aux spécificités de ce type d'entreprises. En effet, à supposer que ces outils puissent être qualifiés de codes de gouvernance à destination des sociétés non cotées, ils se distinguent, par les questions traitées, des codes destinés aux sociétés cotées et se présentent, avant tout, comme des outils de gestion à destination des entreprises, ce qui fait leur spécificité. Enfin, on montre que leur application peut également différer de ce qu'elle est pour les sociétés cotées.

Une seconde façon, complémentaire, d'étudier l'effectivité des codes de gouvernance en-dehors de leur champ d'application immédiat est de les confronter aux pratiques en matière de responsabilité sociale et environnementale des entreprises, en comparant les obligations de rendre compte dans ce champ et les procédés de justification qu'implique le principe du *comply* en matière de gouvernance d'entreprise. Sur ce fondement, il s'agit alors, de manière ambitieuse et plus large, de s'interroger sur la capacité des codes de gouvernance à contribuer aux évolutions de la gouvernance d'entreprise. Adoptant une méthodologie originale comparant les usages de la *soft law* ayant pour objet le gouvernement d'entreprise et ceux ayant pour objet la responsabilité sociale et environnementale des entreprises, la dernière contribution de la recherche se concentre tout particulièrement sur les obligations de reddition non financière qui se sont développées en matière sociale et environnementale. Plusieurs points essentiels ressortent alors de l'analyse. D'une part, il apparaît que l'explicitation des raisons pour lesquelles les entreprises ne se sont pas conformées aux dispositions de leur code de référence leur permet non seulement de rendre compte de leurs performances, mais aussi les comprendre, l'*explain* étant alors potentiellement porteur d'une démarche de réflexivité sur les pratiques des entreprises, et plus encore sur les préconisations des codes de gouvernance. D'autre part, l'analyse souligne que la discipline de marché produit deux effets qui paralysent cette logique réflexive. Le premier tient aux déclarations de *compliance* des entreprises, même non avérée et ne correspondant pas nécessairement à leurs comportements effectifs, mais destinées à assurer les investisseurs et les opérateurs économiques de la conformité de l'entreprise à la norme dominante. Le second effet est la standardisation des raisons fournies en matière d'*explain*, résultant directement de l'exigence de comparabilité au cœur de la discipline de marché : afin que les investisseurs et les différents agents en charge du contrôle de la mise en œuvre des codes puissent procéder à leur évaluation et prendre leurs décisions d'investissement, ils doivent être mis en mesure de comparer les performances des différentes sociétés. Il en résulte une décontextualisation des justifications fournies par les entreprises et, par suite, un affaiblissement de la logique de réflexivité. Ce mouvement, inhérent à la discipline de marché, invite dès lors à rechercher des instruments dont la mise en œuvre s'émancipe de cette logique. Les expériences menées en matière de responsabilité sociale et environnementale des entreprises peuvent alors servir de point d'appui dans cette démarche.

