

Droit et gouvernance : l'apport du courant comportemental

Gérard CHARREAUX
Professeur en sciences de gestion

Université de Bourgogne – LEG (UMR Cnrs 5118)

FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture et Gouvernance des Organisations

Cahier du FARGO n° 1091001

Octobre 2009

Résumé : Dans le cadre de l'approche dominante de la gouvernance, le rôle du droit est d'aider à réduire les conséquences des conflits d'intérêts et des comportements stratégiques intentionnels des différents acteurs, notamment des dirigeants. Les décisions des dirigeants préjudiciables aux actionnaires et aux autres parties prenantes ne relèvent cependant pas toutes d'un comportement volontaire. Certaines résultent d'erreurs de jugement, de biais cognitifs et comportementaux. Sur la base du courant Behavioral Law and Economics qui s'est fortement développé aux Etats-Unis, l'objectif de l'article est de montrer que le rôle du droit à l'intérieur du système de gouvernance est également de contribuer à « débiaiser » les décisions ou à corriger les conséquences défavorables de ces biais.

Mots clés : biais comportemental ; théorie comportementale du droit ; paternalisme libertarien ; théorie comportementale de la gouvernance.

JEL Classification : G300 ; K290

Contact : Gérard CHARREAUX, LEG/Fargo, Pôle d'économie et de gestion, 2, Boulevard Gabriel, BP 26611, 21066 Dijon Cedex, France ; Tel. +33 (0)3 39 54 35; Fax. +33 (0)3 39 54 88; Email: gerard.charreaux@u-bourgogne.fr

Les deux très graves crises – associées aux scandales d’Enron et des Subprimes – que nous venons de connaître sont fréquemment présentées comme les conséquences d’une irrationalité croissante ou d’une dégradation des valeurs éthiques des acteurs économiques, en particulier des dirigeants. Autrement dit, les facteurs explicatifs le plus souvent mis en avant se situent sur les plans éthiques et psychologiques. Les problèmes posés à l’approche traditionnelle de la gouvernance fondée sur la théorie de l’agence par ces deux explications sont cependant différents. Pour la théorie de l’agence, un accroissement des comportements contraires à l’éthique de la part des dirigeants résulte uniquement d’une modification des arbitrages entre intégrité et rentabilité de la fraude. Toutes choses égales par ailleurs, un accroissement des enjeux pécuniaires associés à la fraude doit se traduire par moins d’intégrité. En ce sens, on peut admettre avec Jensen (2005) que la mise en place des systèmes incitatifs fondés sur le cours des actions (et tout spécialement, les stock options) est à l’origine des fraudes constatées, notamment des manipulations comptables ou de certains délits d’initiés. Pour la gouvernance, les solutions sont relativement simples. Il suffit, d’une part, de rendre la fraude moins lucrative en réduisant l’intensité des systèmes incitatifs. D’autre part, des mesures législatives accroissant tant le risque d’être découvert que les peines encourues en cas de délit devraient contribuer à résoudre le problème. Il suffit que la gouvernance et, plus spécifiquement, le droit interviennent pour modifier les paramètres de calcul des dirigeants de façon à éviter que les comportements frauduleux à l’origine des crises ne se reproduisent ; c’est la voie choisie avec des lois telles que la loi SOX aux Etats-Unis ou ses équivalents à l’étranger. Elle passe par la rationalité des acteurs et on remarquera que nul n’est besoin de supposer qu’il y ait eu une dégradation des valeurs éthiques. C’est uniquement parce que le crime paie davantage qu’il y a plus de délinquance managériale. Bien entendu, on n’évitera pas de s’interroger sur les effets pervers des systèmes incitatifs, puisqu’à l’origine, la justification de ces systèmes était de réduire les risques que les dirigeants ne lèssent les intérêts des actionnaires. In fine, le remède a induit des pertes de richesse très importantes pour les actionnaires. Mais dans l’approche traditionnelle de la gouvernance, il s’agit uniquement d’un problème technique d’arbitrage et de dosage entre les différents mécanismes de gouvernance.

L’invocation de l’irrationalité pose bien davantage de problèmes à la vision traditionnelle de la gouvernance puisqu’elle conduit à poser l’hypothèse, d’une part, que les dirigeants peuvent porter préjudice aux actionnaires – ou à d’autres parties prenantes dans une vision partenariale plus large de la gouvernance – en raison d’erreurs liées à des biais cognitifs ou émotionnels, d’autre part, que les mécanismes de gouvernance mis en place peuvent eux-mêmes se révéler défectueux, inefficaces, voire nocifs, si les acteurs qui les ont conçus et mis en place sont eux-mêmes frappés de biais de rationalité. Il est possible que ces systèmes non seulement accroissent les conflits d’intérêts mais, en outre, contribuent à accroître le risque d’erreur managériale. Si la théorie traditionnelle de la gouvernance, d’origine contractuelle, admet certaines limites à la rationalité, par exemple en reconnaissant le caractère incomplet des contrats, les limites de cette rationalité restent cependant faibles et les conflits entre dirigeants et parties prenantes ont une base strictement intentionnelle et rationnelle. C’est parce

qu'il sait qu'il y a intérêt que le dirigeant prend intentionnellement et consciemment une décision allant à l'encontre des intérêts des actionnaires ou, plus généralement, des parties prenantes, éventuellement en violant la loi. Les notions d'erreur involontaire ou de biais comportemental systématique sont étrangères au cadre traditionnel de la gouvernance et, pourtant, elles sont parfois à l'origine de pertes sensiblement plus importantes que celles qui résultent de fraudes intentionnelles. Il suffit de penser aux conséquences pour les actionnaires (ou pour les salariés) d'une acquisition inopportune engagée uniquement pour des raisons d'orgueil et dont les difficultés ont été sous-estimées en raison du fréquent biais d'optimisme des dirigeants. Une gouvernance bien conçue doit être élargie de façon, si possible, à réduire les risques d'erreur managériale ou à en corriger les conséquences. Le droit a un rôle important à jouer dans cette conception de la gouvernance.

Les développements récents de l'approche comportementale en droit et en économie – le courant *Behavioral Law and Economics* dont on trouvera une synthèse dans Jolls (2009) – permettent de dépasser l'approche disciplinaire de la gouvernance fondée sur les seules notions d'asymétrie d'information et de conflit d'intérêts et de proposer une vision comportementale de la gouvernance (Charreaux, 2005 ; Marnet, 2005, 2008) tenant compte de l'existence de biais cognitifs et émotionnels et de leurs effets induits. Ces biais affectent l'ensemble du système de gouvernance dont le droit n'est qu'un des rouages. L'introduction de la dimension comportementale conduit, cependant, à penser que l'importance du rôle du droit au sein de ce système s'accroît dans la mesure où on peut émettre l'hypothèse que le levier du paternalisme qui s'exprime notamment par la voie juridique peut conduire à exercer une gouvernance des dirigeants plus efficace pour résoudre les problèmes posés par l'existence des biais comportementaux.

De façon à mettre en évidence comment le rôle du droit peut être repositionné relativement à son interprétation dans la vision disciplinaire traditionnelle de la gouvernance –, nous allons, dans une première partie, montrer comment l'introduction de la dimension comportementale transforme l'analyse de la gouvernance. La seconde partie sera plus particulièrement consacrée au rôle du droit dans cette conception élargie de la gouvernance.

1. L'influence des biais comportementaux sur l'analyse de la gouvernance

L'analyse traditionnelle de la gouvernance privilégie une conception disciplinaire selon laquelle la gouvernance a pour rôle d'encadrer les décisions des dirigeants afin d'éviter que ces dernières ne s'écartent de l'objectif de création de valeur pour les actionnaires¹. Dans cette analyse, les inefficiences trouvent leur origine dans les asymétries d'information entre actionnaires et dirigeants et dans les comportements stratégiques (voire opportunistes) des acteurs visant à satisfaire leurs propres intérêts. Les mécanismes de gouvernance ont donc pour objet, soit de réduire les asymétries

¹ L'approche partenariale ne fait que généraliser cette démarche à l'ensemble des partenaires (des *stakeholders*) de la firme.

d'information, soit de contraindre les comportements (via des systèmes d'incitation et de surveillance) de façon à limiter les risques résultant des conflits d'intérêts.

Pour assurer cette fonction disciplinaire, le système de gouvernance s'appuie sur différents mécanismes. En accord avec la perspective anglo-saxonne libérale, la discipline des dirigeants est censée, en premier lieu, être assurée de façon spontanée par les mécanismes de marché. Ainsi, dans son article pionnier, Fama (1980) attribue-t-il au marché des dirigeants le rôle principal. Si le dirigeant est performant, son prix sur le marché devrait s'accroître et les meilleurs dirigeants devraient s'orienter vers les firmes les plus performantes à même de les attirer en leur offrant les rémunérations les plus élevées. Cette discipline spontanée s'exerce également à travers d'autres marchés, tout particulièrement les marchés des biens et services et le marché financier. Des marchés concurrentiels des biens et services qui s'accompagnent de faibles rentes, dissuadent en principe les dirigeants de trop prélever au détriment des actionnaires. Quant au marché financier, il intervient de différentes façons. En premier lieu, par sa fonction d'évaluation, il est censé intégrer immédiatement les conséquences des erreurs managériales dans les cours des actions et assurer ainsi – s'il est suffisamment efficient – un contrôle permanent. En second lieu, en facilitant le transfert du contrôle au moyen des offres publiques, il accroît la pression sur les dirigeants non performants. Les imperfections des marchés font, cependant, qu'il est nécessaire de compléter la discipline qu'ils assurent spontanément (d'où leur qualification de mécanismes spontanés) en introduisant des mécanismes conçus intentionnellement dans cet objectif. En ce sens, des mécanismes organisationnels imposés par le droit comme l'assemblée générale des actionnaires ou le conseil d'administration constituent des mécanismes « intentionnels² » centraux.

Le système de gouvernance est d'autant plus efficace que les mécanismes opèrent de façon peu coûteuse. Cependant, les coûts des systèmes de gouvernance – qui sont des coûts d'agence dans cette perspective – sont parfois difficilement maîtrisables en raison d'effets pervers insoupçonnés dus à la créativité des individus pour échapper aux contraintes qui pèsent sur eux. Ainsi, les stock options censées résoudre les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants ont finalement produit des effets pervers dont les coûts semblent avoir été supérieurs aux coûts d'agence qu'elles avaient pour rôle de corriger. Les enjeux monétaires associés à ces systèmes incitatifs ont accru les comportements déviants des dirigeants, par exemple, en matière de manipulation de l'information. La problématique de la gouvernance reste cependant simple et le jeu entre actionnaires et dirigeants facile à appréhender. Au total, la latitude optimale laissée aux dirigeants dépend fondamentalement de l'importance des conflits d'intérêts et de l'efficacité et du coût des mécanismes de gouvernance.

L'introduction des biais comportementaux induit des modifications substantielles dans ce schéma et transforme la question de la gouvernance. La première transformation se situe au niveau de la nature même du conflit entre actionnaires et dirigeants. La question de l'asymétrie d'information

² La typologie des mécanismes de gouvernance fondée sur l'opposition mécanismes spontanés/mécanismes intentionnels a été proposée par Charreaux (1997).

évolue en raison des phénomènes psychologiques liés à l'interprétation de l'information qui sont ignorés par l'approche traditionnelle, or l'influence de l'information sur les comportements est tributaire des filtres et biais cognitifs. Par ailleurs, les conflits entre actionnaires et dirigeants ne naissent pas uniquement de comportements stratégiques intentionnels, mais également d'erreurs de jugement ou de biais comportementaux. La seconde transformation touche à la gestion des conflits d'intérêts, c'est-à-dire aux modalités de conception et de mise en œuvre de la gouvernance. Non seulement les mécanismes de gouvernance spontanés ou intentionnels peuvent voir leur action affectée par les biais comportementaux, par exemple, si les marchés sont frappés d'exubérance, mais ils exercent eux-mêmes, à l'occasion, une action psychologique sur les biais. Ainsi, les rémunérations incitatives sont parfois accusées de renforcer la surconfiance des dirigeants (Paredes, 2005) ce qui les entraîne à prendre des risques trop importants. Avant toutefois d'aborder successivement ces deux transformations, nous allons rappeler ce que recouvrent les biais comportementaux.

1.1. Les principaux biais comportementaux

Selon Thaler (1996), le courant comportemental se distingue du courant économique traditionnel en cherchant à rendre compte de trois divergences par rapport à la représentation standard du comportement : la rationalité limitée (*bounded rationality*) ; la volonté limitée (*bounded willpower*) et l'égoïsme limité (*bounded self interest*). A ces divergences, sont associés un certain nombre de biais qui induisent des erreurs décisionnelles.

1.1.1. Les biais associés à la rationalité limitée

Pour Jolls (2009), la rationalité limitée inclut tant les erreurs de jugement que les écarts dans les décisions relativement à celles qu'induirait la norme de maximisation de l'espérance d'utilité retenue dans le mainstream économique. Les erreurs de jugement peuvent trouver leur origine, par exemple, dans les biais inconscients issus des préjugés multiples favorables ou défavorables exercés à l'encontre des membres d'un groupe (sur la base de la race, de la classe sociale, de la nation, du sexe, de la beauté...). Ces biais permettent de proposer une explication alternative ou complémentaire aux justifications de la discrimination fondées sur la rationalité des comportements et l'efficience. Ils ont une influence importante en matière de discrimination et provoquent une segmentation du marché du travail. En matière de gouvernance, ils peuvent contribuer à expliquer le fonctionnement et la structure du marché des dirigeants, lequel apparaît très fortement segmenté par nation, dépendant des réseaux sociaux et peu féminisé. Pour certains auteurs, ces biais ne sont pas nécessairement contraires à l'efficience. Ils sont à l'origine de règles décisionnelles simplificatrices – des heuristiques – permettant de décider plus aisément et plus rapidement dans des situations complexes. Ainsi, l'appartenance à un groupe est présumée constituer un signal approximativement fiable pour évaluer la compétence.

Au-delà du cas particulier des biais de jugement en relation avec l'appartenance à un groupe, les psychologues ont mis en évidence de nombreux autres biais comportementaux souvent liés à

l'utilisation d'heuristiques. Rachlinski (2003) insiste, en particulier, sur cinq types de biais identifiés dans les travaux fondateurs de Tversky et Kahneman (1974) qui ont plus particulièrement retenu l'attention des recherches juridiques américaines rattachées au courant comportemental : (1) l'heuristique de disponibilité (*availability heuristic*) ; (2) L'heuristique de représentativité (*representativeness heuristic*) ; (3) le biais d'ancrage (*anchoring bias*) ; (4) le biais de rétrospective (*hindsight bias*) et (5) les biais d'auto-attribution (*self-serving biases*).

L'heuristique de disponibilité porte sur les jugements visant à estimer la fréquence d'un événement. Ces jugements sont fonction de la facilité – la disponibilité – avec laquelle un exemple vient à l'esprit. Cette disponibilité peut être conditionnée par l'actualité. Ainsi, il est vraisemblable que l'exemple de l'actuelle crise financière ou l'importance des fraudes récentes conduisent les acteurs à surestimer la fréquence de ces événements. Cette heuristique peut entraîner les dirigeants à faire des anticipations erronées justifiant des décisions contraires aux intérêts des actionnaires.

L'évaluation de la fréquence des événements est également conditionnée par l'heuristique de représentativité. Selon cette dernière, les individus fondent leur jugement sur le degré de similitude perçue entre l'événement sur lequel ils doivent se prononcer et un échantillon censé être représentatif de cet événement, autrement dit auquel ils peuvent l'apparenter, sans pour autant que cet échantillon permette une inférence statistique fiable. Si, par exemple, un dirigeant fonde son évaluation de la probabilité de réussite des acquisitions sur un échantillon de cinq opérations réussies récemment, il aura tendance à surestimer la probabilité réelle de succès de ce type d'opération. Ce biais peut également intervenir dans les jugements émis par les administrateurs chargés d'évaluer la performance des dirigeants.

Le biais d'ancrage (et d'ajustement) fait référence au processus utilisé par les individus pour faire des estimations. Ils s'appuient habituellement sur des références qui leur servent de point de départ – d'ancrage – puis les ajustent. Selon la référence – qui peut être très arbitraire – retenue initialement, l'estimation finale varie sensiblement. Ainsi, dans une négociation, le résultat ultime sera fortement tributaire des références initiales. En matière de gouvernance des dirigeants, si la référence en matière de rentabilité des fonds propres est fixée à 15%, alors qu'une telle norme souvent citée dans la presse économique et financière n'a aucune justification théorique ou historique sur longue période, elle conditionnera les objectifs fixés aux dirigeants.

A l'inverse des heuristiques précédentes, le biais de rétrospective intervient a posteriori et se manifeste par une tendance à surestimer la prévisibilité des événements passés. Même si une crise est difficile à prévoir, on aura tendance, ex post, à prétendre qu'elle était relativement facilement prévisible et que des mesures auraient dû être prises en conséquence. Cette heuristique se manifeste relativement fréquemment en matière médicale dans le domaine de la recherche des responsabilités et peut être considérée, à l'occasion, comme justifiant le principe de précaution invoqué par les dirigeants politiques dans le domaine de la santé publique. En matière de gouvernance des dirigeants, elle peut conduire à mettre en cause, par exemple, la diligence des administrateurs en les accusant de

ne pas avoir conduit les investigations nécessaires alors que des signes « évidents » (a posteriori...) auraient dû les alerter.

Le biais d'attribution, selon Rachlinski, recouvre trois types de biais, le suroptimisme, la surconfiance et l'égoïsme. Le suroptimisme consiste à surestimer ses propres capacités. C'est un biais commun chez les dirigeants qui les incite à prendre des risques. La surconfiance est attachée également à une surestimation de ses capacités à prédire les résultats d'une action. Un dirigeant aura, par exemple, tendance à surestimer les chances de succès d'une opération hasardeuse. Enfin, l'égoïsme conduit à surévaluer le rôle qu'on a joué dans la réussite d'une opération à laquelle on a participé. Si un investissement risqué réussit, un dirigeant atteint de ce biais aura tendance à exagérer le rôle qu'il a joué. Inversement, en cas d'échec, le même biais conduit à sous-estimer sa propre responsabilité.

En dehors de ces biais qui peuvent conduire à des erreurs significatives de jugement, la rationalité limitée se manifeste également par des écarts relativement à ce que préconise la règle de maximisation de l'espérance d'utilité qui sous-tend la théorie des choix rationnels. Kahneman et Tversky (1979), sur la base de certains comportements apparemment irrationnels, ont proposé une théorie alternative à la théorie des choix rationnels, la théorie des perspectives (*Prospect Theory*). Cette théorie permet, selon Guthrie (2003), de rendre compte de quatre types de biais de comportements présents dans les décisions en incertitude. Le premier fait référence au comportement face au risque selon que les choix concernés se traduisent par des pertes ou des gains par rapport à une situation de statu quo. Entre deux options se traduisant par des pertes, les décideurs ont tendance à adopter un comportement de recherche de risque ; en revanche, entre deux options aboutissant à des gains, le comportement est risquophobe. Cette variation de l'attitude face au risque, incohérente dans le cadre traditionnel de la théorie de l'utilité, se manifeste également et constitue une deuxième anomalie lorsque les individus sont confrontés à des options entraînant des gains avec une faible probabilité d'occurrence, comparativement à des options se traduisant par des pertes également avec une faible probabilité. Dans le premier cas, ils manifestent une préférence pour le risque et, dans le second cas, une aversion. Le troisième écart concerne l'évaluation respective des gains et des pertes, ces dernières apparaissant bien plus fortement pondérées que les gains de même ampleur. Enfin, Le quatrième écart se traduit par une survalorisation de la situation de certitude.

L'asymétrie des choix entre profits et pertes par rapport au statu quo est illustrée par Guthrie sur la base des décisions prises par les dirigeants selon que la performance de l'entreprise se situe au-dessus ou en-dessous du seuil de performance choisi comme référence. Si la société se situe au-delà de ce seuil, le dirigeant aura tendance à prendre des décisions prudentes. En revanche, dans le cas contraire, les décisions seront risquées. Précisons que le phénomène observé est indépendant de la nature du système incitatif et des seuils de déclenchement d'éventuels bonus.

Un dernier écart par rapport à la théorie de la rationalité standard est associé à l'effet de dotation (*endowment effect*) dont Korobkin (2003) souligne l'importance pour l'analyse juridique.

L'effet de dotation se traduit par le fait que la valeur attribuée à un objet varie selon qu'un individu en est propriétaire ou non, la propriété conduisant à une survalorisation. Pour une même entreprise, un dirigeant attribuera une valeur différente selon qu'il est vendeur ou acheteur et le prix qu'il serait disposé à proposer en tant qu'acheteur est inférieur à celui qu'il serait prêt à accepter s'il était vendeur. Plus généralement, dans le domaine juridique, la valeur d'un droit juridique varie selon qu'on le détienne ou non. Ce type de biais a pour effet d'accroître les conflits d'intérêts et leur résolution³.

1.1.2. Les biais associés à la volonté et à l'égoïsme limités

Au-delà des biais de rationalité qui ont conduit à de nombreux développements dans le domaine du droit, le courant comportemental insiste également sur deux autres imperfections du comportement humain, la volonté limitée et l'égoïsme limité.

La notion de volonté limitée traduit les limites de la volonté des individus. Certains individus font des choix contraires à leur intérêt, par exemple en matière de santé, lorsqu'ils continuent de fumer et se révèlent incapables d'arrêter leur consommation de tabac malgré les résolutions régulièrement prises. Ce phénomène de volonté limitée a de nombreuses conséquences en matière juridique car il est usuel de l'invoquer pour justifier le « paternalisme » de la loi visant à préserver les intérêts des acteurs contre les failles de leur volonté.

Enfin, les comportements d'égoïsme limité s'expliquent par le fait que les individus font fréquemment intervenir des considérations d'équité dans leurs décisions. Très souvent, une décision est jugée équitable relativement à des transactions similaires pouvant servir de référence. Ces considérations d'équité peuvent, par exemple, conduire à justifier la condamnation de l'usure, alors que du seul point de vue de la liberté contractuelle des individus, l'usure peut être considérée comme une pratique efficiente. Il en est de même de mesures telles que les propositions de réemploi faites à des salariés français dans des filiales situées à l'étranger à des conditions très inférieures à celles qui étaient les leurs en France et qui ont été jugées totalement contraires à l'éthique. Même si, sur la seule base de la rationalité économique standard⁴, certains salariés auraient pu accepter de telles propositions, leur inéquité par rapport à leur situation antérieure et par rapport à la rémunération normale sur le marché du travail en France les a conduits à les refuser. Le biais d'égoïsme limité intervient tout autant pour expliquer des propositions apparemment généreuses par rapport à ce que dicterait la rationalité économique standard, que pour justifier des refus qui semblent apparemment irrationnels.

1.2. La relation actionnaires dirigeants comme illustration des problèmes posés en matière de gouvernance

³ On ajoutera qu'il constitue une cause d'effondrement du théorème de Coase, autre que celle de l'existence des coûts de transaction. Rappelons que si le théorème de Coase est valide la question du choix des architectures des organisations et des systèmes de gouvernance perd toute pertinence.

⁴ Ce qui est peu probable en raison des coûts associés à une telle expatriation.

Pour préciser comment les biais comportementaux influent sur la gouvernance, nous allons nous situer dans le cadre traditionnel de la seule relation entre actionnaires et dirigeants, l'objectif étant avant tout exploratoire ; il s'agit de suggérer l'intérêt présenté par l'analyse comportementale avant, éventuellement, de l'intégrer dans des approches plus générales de la gouvernance (Charreaux, 2005 ; Charreaux et Wirtz, 2006).

Dans la perspective traditionnelle, les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants ont différentes origines : différences d'attitude face au risque, divergences d'horizon, bénéfices « privés » revenant aux seuls dirigeants, enracinement... Ces coûts résultent, soit d'une information insuffisante des actionnaires, soit d'une information manipulée par les dirigeants, l'hypothèse standard étant que les dirigeants sont seuls censés détenir l'information correcte. La théorie traditionnelle de la gouvernance s'est développée en montrant comment on pouvait limiter les coûts d'agence associés à ces conflits d'intérêts en améliorant⁵ l'information des actionnaires et en mettant en oeuvre des systèmes de surveillance (conseil d'administration, comités...) ou d'incitation (systèmes de rémunération indexés sur la richesse des actionnaires tels que la distribution d'actions gratuites aux dirigeants ou de stock options...). Les biais psychologiques introduits par le courant comportemental modifient, d'une part, la nature du conflit entre actionnaires et dirigeants, d'autre part, les modalités mêmes de la gestion de ce conflit.

1.2.1. Une modification de la nature du conflit entre actionnaires et dirigeants

Dans la perspective traditionnelle associée à une rationalité faiblement limitée, les dirigeants sont présumés conscients des conflits d'intérêts qui les opposent aux actionnaires et de leur supériorité en termes informationnels. S'ils choisissent des investissements qui ne sont pas les meilleurs du point de vue des actionnaires et s'ils entreprennent des politiques qui lèsent ces derniers c'est de façon intentionnelle, sur la base d'un calcul économique faisant intervenir tant les gains que les coûts induits (y compris ceux associés au risque pénal). L'information est « volontairement » omise, dissimulée, tronquée, manipulée. Toutefois, contrairement à ce qui est parfois prétendu, cela n'aboutit pas nécessairement à des comportements de « délinquance managériale » répréhensibles moralement ou pénalement, car les arbitrages faits par les individus sont censés prendre en compte des arguments éthiques et les risques associés à certaines stratégies. Un dirigeant accordant une grande importance à l'éthique par convictions personnelles dans un pays où le droit pénal des affaires est très sévère aura moins tendance à vouloir spolier les actionnaires.

Le courant comportemental conduit à modifier cette analyse en ajoutant la possibilité d'une dimension non intentionnelle au préjudice porté aux intérêts des actionnaires. Certaines décisions d'investissement contraires à leurs intérêts peuvent être prises même si le dirigeant est un « parfait

⁵ Cette formulation normative n'exclut pas que la théorie de l'agence a également une vocation explicative en montrant comment les architectures organisationnelles et les systèmes de gouvernance existants ont permis de réduire les coûts d'agence résultant des conflits d'intérêts.

intendant » des actionnaires, en dehors de toute divergence d'intérêts. Comme le montrent les heuristiques de disponibilité, de représentativité, d'ancrage, les dirigeants peuvent commettre des erreurs cognitives en estimant les probabilités de succès et d'échec des projets d'investissement qu'ils choisissent et mettent en œuvre. Autrement dit, ils commettent des erreurs managériales en toute bonne foi. Ces erreurs se manifestent également dans l'information transmise aux organes de contrôle et aux actionnaires, car, contrairement à la vision naïve de l'information neutre et objective qui prévaut dans la théorie de l'agence, dans la réalité, tant la recherche que la conception et la diffusion de l'information dépendent des filtres cognitifs des dirigeants. En d'autres termes, il est possible qu'une sous-estimation du risque associé à un investissement dans l'information transmise aux administrateurs ne soit pas liée à une volonté de les tromper mais soit, tout simplement, due aux multiples biais cognitifs qui interviennent dans le processus d'élaboration et de diffusion de l'information.

Ces erreurs sont d'autant plus fréquentes que le biais d'attribution est habituellement très prononcé chez les dirigeants sous ses différentes formes : suroptimisme, surconfiance et tendance à l'égoïsme. On peut même penser que ces différentes manifestations du biais d'attribution constituent des déterminants psychologiques importants pour accéder aux fonctions managériales et qu'elles sont souvent à la base même du dynamisme managérial et de la prise de risque nécessaires au succès dans les affaires. Toutefois, ils conduisent également à commettre des erreurs lourdes de conséquences et peuvent justifier non seulement des choix d'investissement non rentables mais également la réticence parfois rencontrée à revenir sur certains choix stratégiques erronés. Un réexamen des problèmes rencontrés par le Crédit Lyonnais dans les années (19)90 révélerait très probablement qu'ils étaient dus, au-delà des fraudes constatées, au biais d'attribution affectant son dirigeant principal. On ajoutera que les modes élitistes de recrutement des dirigeants – pour les plus grandes entreprises – sont vraisemblablement une source d'accentuation de ce type de biais, la culture développée au sein des grandes écoles étant pouvant être considérée comme génératrice du biais d'attribution.

Les écarts par rapport au comportement de maximisation de l'utilité contribuent également à prendre des décisions d'investissement non optimales pour les actionnaires. Une performance inférieure à la norme encourage à la prise de risque et ceci indépendamment des systèmes incitatifs qui provoquent des effets similaires, puisqu'une performance jugée insuffisante entraîne de facto l'annulation des éventuels bonus. En d'autres termes, les biais cognitifs peuvent avoir pour effet de renforcer les effets « pervers » induits par les systèmes incitatifs traditionnels et qui ont été soulignés à de nombreuses reprises.

L'effet de dotation entraîne également un certain nombre de conséquences, en particulier, si le dirigeant ou sa famille sont les propriétaires de leur entreprise ou détiennent une proportion importante du capital. Dans ce cas particulier, l'effet de dotation entraîne une survalorisation subjective des titres détenus ce qui peut biaiser des décisions importantes telles qu'une introduction en bourse, une

augmentation de capital ou une opération d'acquisition avec échange de titres. D'une certaine façon, on peut expliquer la réticence à l'ouverture du capital manifestée par de nombreuses entreprises familiales ou le souhait de maintenir le contrôle familial comme une manifestation de l'effet de dotation. De telles décisions peuvent s'opposer à la valorisation optimale du patrimoine telle qu'elle résulterait de l'application de la rationalité financière standard. Elles expliquent, dans certains cas, les conflits pouvant intervenir au sein d'un actionnariat familial entre les membres de la famille qui détiennent la majorité du capital et dirigent l'entreprise et ceux qui sont minoritaires.

Le biais de volonté limitée est habituellement associé aux effets d'addiction par exemple au tabac, à l'alcool ou à la drogue. Analysant les effets de la surévaluation des cours boursiers et les surrémunérations des dirigeants, Jensen (2005) n'hésite pas à parler d'héroïne managériale et à évoquer ainsi un effet d'addiction. Il présente, notamment, un exemple illustrant comment les systèmes d'incitation et d'évaluation de la performance et les effets d'addiction qu'ils provoquent, conduisent un dirigeant à entreprendre, consciemment, une fuite en avant amenant irrémédiablement son entreprise à la faillite. On pourrait invoquer le même phénomène pour expliquer les politiques de croissance effrénées entreprises par certains dirigeants qu'on peut associer certes à l'hubris (Roll 1986), mais également au biais de volonté limitée si le dirigeant a conscience des risques associés mais que, par addiction aux effets psychologiques procurés par les « victoires », il refuse de remettre en cause ses choix. Tant dans l'histoire militaire que dans celle des entreprises, l'hubris accompagné de la volonté limitée a fréquemment provoqué des catastrophes. Le biais d'égoïsme limité associé à la préoccupation d'équité de traitement peut également trouver à s'appliquer dans les décisions conduisant à certains types de transaction. Un dirigeant peut ainsi, en cas de difficulté, refuser un prix de cession pour son entreprise qu'il serait rationnel d'accepter, mais qui sera refusé car considéré comme inéquitable au vu des transactions réalisées en situation normale et qui constituent ses références.

A de nombreux égards, la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants se trouve donc sensiblement transformée en raison de l'incidence des biais cognitifs sur les décisions stratégiques et financières des dirigeants. Les erreurs commises, si elles ont usuellement des conséquences négatives sur la richesse des actionnaires peuvent, cependant, à l'occasion produire également des effets bénéfiques en favorisant la prise de risque et l'esprit entrepreneurial (La Blanc et Rachlinski, 2005). En d'autres termes, si les pertes associées aux conflits d'intérêts peuvent se voir amplifiées en raison des biais cognitifs, dans certains cas, elles peuvent également se trouver plus que compensées par les gains dus à des erreurs cognitives. Certaines erreurs, dans un monde d'incertitude, conduisent paradoxalement au succès...

1.2.2. Les incidences des biais sur la gestion des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants

Dans la conception disciplinaire, les mécanismes de gouvernance ont pour objectif de réduire les coûts d'agence. Concernant la relation actionnaires-dirigeants, au-delà de la discipline exercée par les marchés qui peut, elle-même, être affectée par les biais cognitifs⁶, la gouvernance des actionnaires s'exerce de façon directe et intentionnelle à travers des organes tels que l'assemblée générale et le conseil d'administration et ses comités, sans préjuger d'ailleurs de l'influence directe de l'actionnaire lorsqu'il est majoritaire en capital et qu'il domine tant l'assemblée que le conseil d'administration.

De même que les biais cognitifs affectent les décisions des dirigeants, la surveillance exercée par les actionnaires leur est également soumise et peut se révéler, en conséquence, moins efficace pour réduire les risques d'erreurs managériales. Considérons, plus particulièrement, le conseil d'administration, le mécanisme de contrôle le plus étudié dans la gouvernance financière.

Un premier biais, qui peut amoindrir la surveillance exercée par le conseil d'administration, est celui qui trouve son origine dans l'appartenance des administrateurs aux mêmes groupes ou réseaux sociaux que les dirigeants. Les critiques adressées traditionnellement au conseil d'administration, sur la base de cette appartenance, concernent l'indépendance des administrateurs qui serait compromise par une collusion d'intérêts avec les dirigeants membres de ces groupes ou de ces réseaux et qui conduirait à un climat de complaisance. Indépendamment de toute question de collusion d'intérêts, cette complaisance peut également s'expliquer par les biais cognitifs associés aux phénomènes de groupes. L'homogénéité cognitive des administrateurs issus des mêmes formations élitistes peut se traduire par un biais favorable conduisant à une surévaluation des compétences du dirigeant membre des mêmes cercles, à commettre les mêmes erreurs d'analyse et à être indulgents tant dans les questions posées que dans les jugements émis en cas d'erreurs. Inversement, ce biais peut intervenir de façon défavorable si le dirigeant n'est pas considéré comme appartenant aux mêmes groupes.

Les biais de disponibilité, de représentativité, d'ancrage se manifestent également dans le travail du conseil d'administration, qu'il s'agisse des conseils adressés au dirigeant ou de son évaluation. Les administrateurs ont tendance à intervenir en fonction des schémas cognitifs qui orientent et biaisent les informations dont ils disposent. Le risque de biais sera fonction de l'hétérogénéité des administrateurs en termes de situation (interne ou externe), de formation, d'expérience industrielle et internationale...

Un biais particulièrement sensible en matière d'évaluation est celui de rétrospective puisqu'il conduit habituellement à surestimer le caractère prédictible des événements. En cas de pertes importantes, sa conséquence sera d'accentuer la responsabilité attribuée au dirigeant, puisque les

⁶ Les phénomènes d'irrationalité du marché financier ont été amplement traités par la finance comportementale. Ils conditionnent non seulement son efficacité directe comme mécanisme de gouvernance, mais également celle d'autres mécanismes concourant indirectement à la discipline comme les « gatekeepers » (analystes financiers, auditeurs...). Par exemple, comme le suggère Coffee (2006, p. 67), on peut émettre l'hypothèse que, dans un contexte d'euphorie boursière, l'action des gatekeepers, qui tendent à diffuser des messages de prudence, est moins efficace.

administrateurs jugeront fréquemment, ex post, que certaines erreurs auraient pu être évitées. Le même biais peut conduire les actionnaires à surestimer la responsabilité des administrateurs.

Les biais d'attribution, tout particulièrement ceux de suroptimisme et de surconfiance, peuvent également être présents chez les administrateurs qui sont habituellement eux-mêmes des dirigeants. Un suroptimisme et une surconfiance généralisés dans un conseil d'administration peuvent renforcer l'effet de ces mêmes biais s'ils sont déjà présents dans les jugements des dirigeants.

L'introduction des biais cognitifs dans la gestion de la traditionnelle relation d'agence entre actionnaires et dirigeants conduit aussi à se poser la question des interactions entre les biais cognitifs des dirigeants et ceux des actionnaires ou des administrateurs censés représenter ces derniers. Dans certaines configurations, les biais cognitifs peuvent se neutraliser, dans d'autres, ils peuvent se renforcer, selon la même logique qui prévaut quand on cherche à évaluer la complémentarité ou la substituabilité des mécanismes dans la perspective disciplinaire habituelle. D'autres interactions sont également possibles entre les effets de certains mécanismes de gouvernance sur la résolution des conflits d'intérêts et leurs effets sur les biais cognitifs. Ainsi, comme il a déjà été évoqué, l'accroissement des rémunérations dû à certains systèmes incitatifs a pour effet de renforcer le biais de surconfiance. Il importe donc de s'interroger également, lors de la construction des systèmes de gouvernance, sur l'incidence directe et indirecte des mécanismes sur les biais cognitifs. Certains mécanismes visant à réduire les conflits d'intérêt peuvent produire l'effet pervers d'accroître le risque d'erreurs managériales ou une addiction tout aussi préjudiciables, sinon plus, aux intérêts des actionnaires.

2. Le rôle du droit au sein de la gouvernance revisité

Si le courant comportemental a profondément influencé la réflexion académique juridique aux Etats-Unis (v. les synthèses de Jolls, Sunstein et Thaler, 1998 ; Guthrie, 2003 ; Korobkin, 2003 ; Rachlinski, 2003), les réflexions plus étroites spécifiques à la gouvernance des entreprises sont encore relativement peu développées, même si un certain nombre d'axes peuvent être identifiés (par exemple Langevoort, 2001, pour le conseil d'administration). Nous allons voir, dans un premier temps, comment le rôle du droit au sein de la gouvernance dans la perspective comportementale se distingue de celui qui lui est traditionnellement attribué dans la conception actionnariale disciplinaire. Dans un second temps, nous préciserons le contenu de ce rôle « revisité », en fonction des deux voies d'intervention que peut emprunter le droit dans la perspective comportementale.

2.1. Le rôle du droit dans les perspectives disciplinaires et comportementales

Dans la gouvernance actionnariale traditionnelle, le rôle du droit est de contribuer à réduire les coûts d'agence, soit en facilitant la discipline exercée par les marchés, soit encore, dans la mesure où la discipline spontanée marchande est insuffisante, en instaurant un certain nombre de mécanismes à visée intentionnellement disciplinaire. Dans la première catégorie, on peut ranger par exemple, les

obligations d'information à destination des actionnaires ou, encore, la réglementation sur les délits d'initiés de façon à permettre un fonctionnement efficace du marché financier, mais aussi les mesures visant le même objectif pour le marché des dirigeants ou les marchés des biens et services. Dans la seconde catégorie, on trouve pour illustration principale le conseil d'administration, dont le rôle, dans cette perspective, est uniquement de surveiller les dirigeants soit de façon directe, soit en instaurant des systèmes incitatifs. Le droit complète alors sa fonction de simple assistance des mécanismes de marché en structurant l'organisation, son intervention s'inscrivant cependant toujours dans la logique disciplinaire guidée par la résolution des conflits d'intérêts.

Dans cette perspective, les divergences d'intérêts sont présumées et le rôle de la gouvernance est d'éviter qu'elles puissent conduire à des stratégies destructrices de valeur, soit en réduisant les asymétries d'information, soit encore en pénalisant les dirigeants s'ils mettent en œuvre des stratégies opportunistes. Le système de gouvernance se limite à agir sur les possibilités de comportement opportuniste et sur les paramètres déterminant la rentabilité d'un tel comportement. Un dirigeant ne bénéficiant d'aucune supériorité informationnelle ou d'aucun avantage à profiter d'une asymétrie favorable n'est pas censé prendre de décisions non optimales du point de vue des actionnaires. Le rôle du droit s'inscrit dans cette perspective. Il permet d'agir, soit sur l'asymétrie d'information, soit sur les paramètres de calcul. Par exemple, un droit pénal des affaires sévère réduit la rentabilité d'un comportement opportuniste.

Les erreurs comportementales conduisent à revisiter le rôle de la gouvernance et, plus spécifiquement, du droit. Ces erreurs, comme nous l'avons vu, modifient profondément le schéma qui sous-tend l'approche standard de la gouvernance. Même s'il n'y avait pas de divergence d'intérêts, des dirigeants pourraient prendre des décisions contraires aux intérêts des actionnaires en raison d'erreurs dans l'interprétation de l'information, dans l'estimation de leurs capacités à mener à bien les stratégies choisies ou, encore, dans les pondérations attribuées aux conséquences des décisions. Les leviers habituels passant par l'information ou le système incitatif sont alors inopérants, voire même contreproductifs s'ils conduisent non pas à réduire le risque d'erreur mais à l'accroître.

La gouvernance et le droit doivent, par conséquent, emprunter des voies différentes pour gérer la relation entre actionnaires et dirigeants et éviter les pertes de valeur dues aux erreurs managériales. En ce sens, contrairement à la position prise par Roe (2003, p. 163), nous pensons que le droit peut agir sur les erreurs mais selon des modalités différentes de celles qu'il considère de façon très limitative pour conclure à l'inefficacité du droit en la matière. Il ne s'agit pas, en effet, d'émettre un jugement sur la qualité du management, ce type de jugement, aux Etats-Unis, étant de fait prohibé par l'existence de la *business judgment rule*, mais d'agir par d'autres voies et uniquement sur les erreurs associées aux biais évoqués⁷.

⁷ Certaines erreurs de management sont liées non pas aux biais psychologiques invoqués mais, par exemple, à l'utilisation de modèles stratégiques erronés ou à des erreurs d'analyse. Toutefois, la séparation entre les

Comme le précisent Jolls et Sunstein (2006) ou Jolls (2009), deux possibilités s'offrent au droit (à l'intérieur du système global de gouvernance). La première consiste à considérer les biais comme une donnée et à intervenir de façon, sinon à éliminer leurs conséquences négatives en matière de création de valeur, du moins à les réduire au minimum. Il s'agit donc d'agir sur les conséquences des erreurs afin de protéger les acteurs économiques contre leurs écarts de rationalité. La seconde voie – que Jolls qualifie de « *debiasing through law* » – vise à intervenir plus en amont au niveau même de la formation des biais, pour tenter de « débiaiser » tant les décisions des dirigeants que le contrôle assuré par les actionnaires, en particulier en agissant sur la structuration des choix et des décisions. Ces deux modes d'action se retrouvent dans d'autres branches du droit. Ainsi, en matière de consommation, la première voie consiste à protéger le consommateur contre les limites de sa rationalité. On peut citer comme exemples, l'interdiction des prêts usuraires ou, encore, le délai de réflexion donné à un acheteur pour revenir sur sa décision. On protège la personne contre les conséquences de ses choix soit en empêchant le choix, soit en lui permettant de revenir sur ses choix. La seconde voie consiste à intervenir au niveau même du processus de choix, en le structurant, de façon à limiter au mieux les erreurs. Les méthodes sont multiples. Elles peuvent passer, par exemple, par l'obligation de proposer des produits peu complexes ou des solutions facilitant les choix. Lorsque la loi impose une modalité unique de calcul du taux d'intérêt pour les prêts, de façon à rendre toutes les propositions comparables, elle s'inscrit dans cette perspective.

2.2. Les deux voies d'intervention du droit dans la perspective comportementale de la gouvernance

Comme on peut le constater, l'approche comportementale conduit inévitablement à une vision paternaliste du droit au sein de la gouvernance. Si dans la vision traditionnelle, on subordonne le droit à la liberté contractuelle partant du principe que si l'information est disponible, la rationalité des acteurs va conduire à une situation d'efficacité profitable à l'ensemble des parties, inversement dans la perspective comportementale, le droit a pour rôle de protéger les parties contre les erreurs cognitives. Le paternalisme juridique peut, cependant, prendre des intensités différentes. Dans la première voie, celle du paternalisme fort, il impose des solutions laissant peu de latitude aux parties. Dans la seconde voie, il laisse une grande latitude aux acteurs se contentant d'assister leurs choix, ce qui conduit à parler de « paternalisme libertarien⁸ » (Thaler et Sunstein, 2003), même si l'association des deux termes peut paraître incongrue (Sunstein et Thaler, 2003).

différents types d'erreurs n'est pas toujours facile à opérer, certains dirigeants, pour des raisons de surconfiance, pouvant faire le choix d'options stratégiques conduisant à des impasses malgré les mises en garde effectuées.

⁸ Certains auteurs utilisent, de façon équivalente, le terme de « paternalisme doux ». Le « paternalisme asymétrique » introduit par Camerer et al. (2003) est une notion proche. Il se caractérise par le fait qu'il crée des gains importants pour les acteurs les moins « rationnels » (et qui commettent davantage d'erreurs) tout en préservant au maximum la liberté de choix des autres acteurs.

2.2.1. *Le droit et la correction des conséquences des erreurs cognitives : la voie du paternalisme fort*

L'approche comportementale du droit peut être appliquée tant dans une perspective « positive » (explicative) que normative. Dans le premier cas, il s'agit de savoir si la préoccupation de préserver les intérêts des actionnaires contre les erreurs cognitives des dirigeants (et, inversement, les dirigeants contre les erreurs de jugement des actionnaires...) est déjà inscrite, plus ou moins explicitement, dans les motivations des lois existantes. Dans le second cas, il s'agit au contraire de s'interroger sur les réformes qui pourraient être entreprises pour assurer une meilleure protection des parties contre les erreurs dans une perspective de paternalisme fort.

Dans une première approche, le caractère non intentionnel des erreurs conduit à exclure le droit pénal des affaires de cette analyse. On peut cependant prétendre que la dimension émotionnelle associée à la crainte d'une condamnation et à ses répercussions en termes de statut social peut avoir une influence indirecte sur certains biais dans la mesure où la prise de conscience des risques encourus peut entraîner la mise en place de procédures visant à éviter certaines erreurs. Le souci pour les dirigeants de voir ultérieurement leur responsabilité pénale engagée peut entraîner la mise en place de mécanismes visant, par exemple, à lutter contre les biais d'attribution. Dans ce dernier cas, cependant, il s'agit plutôt d'un rôle qui s'inscrit dans la perspective du débiaisage ex ante des décisions et qui passe non pas par la voie légale mais par des mesures d'organisation interne.

Concernant le droit des sociétés, un certain nombre de dispositions actuelles peuvent s'interpréter comme les manifestations d'un paternalisme visant à protéger contre les erreurs cognitives même si, parfois, il est difficile de distinguer cette préoccupation de celle visant à protéger contre les conséquences de simples conflits d'intérêts. Par exemple, la soumission de certaines décisions importantes au vote de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, si elle peut se justifier par un souci de protéger contre un éventuel conflit d'intérêts, constitue également une protection contre d'éventuelles erreurs comportementales. Précisons, cependant, que si le législateur a cru nécessaire d'inscrire certaines obligations dans la loi plutôt que de laisser la possibilité de leur conférer un simple caractère statutaire, c'est que la perspective paternaliste associée soit à la reconnaissance du caractère fortement limité de la rationalité, soit à une crainte d'excès de pouvoir des dirigeants a prévalu. On peut remarquer à l'occasion que les assouplissements récents en matière de délégation concernant la réalisation des augmentations de capital, en laissant davantage de latitude aux dirigeants, rendent les actionnaires plus vulnérables à d'éventuelles erreurs cognitives. Le gain de flexibilité pour les entreprises (et les dirigeants) peut avoir pour prix un accroissement des erreurs managériales.

Certaines options légales en matière de composition du conseil d'administration peuvent également s'expliquer de la même façon. La limitation du nombre d'administrateurs exécutifs au tiers de l'effectif du conseil, si elle peut s'expliquer pour réduire les conflits d'intérêts peut également se justifier comme un outil de protection contre les biais, le caractère externe des administrateurs

permettant, par exemple, de lutter contre les biais de disponibilité et de représentativité. On peut ajouter, au vu du rôle disciplinaire effectif plutôt limité des conseils d'administration dans de nombreuses sociétés (notamment celles à caractère familial), que la justification cognitive du conseil est vraisemblablement la plus pertinente. Le qualificatif de « garde-fou » à forte connotation cognitive fréquemment employé pour qualifier le rôle du conseil d'administration appuie cette conjecture. On ajoutera, cependant, que la protection contre les biais dépend bien davantage de la variété cognitive des administrateurs que de leur indépendance. A ce titre, certains auteurs (Bainbridge, 2002 ; Langevoort, 2001) soutiennent la thèse que la mixité administrateurs internes/administrateurs externes conduit à rendre le conseil d'administration plus efficace dans sa fonction de débiaisage.

Un troisième exemple de paternalisme fort en matière de gouvernance peut être trouvé dans l'intervention du législateur en matière de publicité des rémunérations des dirigeants et de leurs modalités de fixation. La loi oblige désormais à présenter un rapport aux actionnaires rendant compte de la rémunération totale et des avantages versés aux mandataires sociaux, mais également à préciser les éléments fixes, variables et exceptionnels qui les composent en indiquant les critères ayant permis leur calcul ainsi que les circonstances ayant conduit à leur établissement. La loi subordonne également à présent le versement des parachutes dorés à des conditions de performance. De nouveau, ces contraintes peuvent être interprétées comme visant simplement à permettre une meilleure diffusion d'informations en vue de faciliter la discipline actionnariale. Mais il est également possible de les considérer comme des mécanismes de débiaisage, dans la mesure où, en exigeant de telles justifications, la loi impose un cadre cognitif permettant de réduire les biais affectant les décisions des administrateurs siégeant, en particulier, dans les comités de rémunération. Privilégier cette seconde explication revient à prétendre que le niveau élevé des rémunérations est fondé sur des biais cognitifs – par exemple, le phénomène de mimétisme se produisant entre dirigeants membres des mêmes réseaux sociaux – et non sur une intention délibérée des dirigeants et des administrateurs de léser les actionnaires.

Dans une perspective normative, les débats actuels sur un éventuel plafonnement des rémunérations des dirigeants peuvent également s'inscrire dans le cadre du paternalisme fort. Les mesures prises jusqu'alors semblent avoir échoué à freiner la croissance des rémunérations, donc à corriger les biais cognitifs liés, par exemple, aux références choisies pour fixer les rémunérations. Une intervention directe plafonnant les rémunérations constituerait alors un moyen drastique de correction des biais cognitifs en matière de fixation des rémunérations. On peut ajouter que ce type de contrainte serait plus efficace que l'alternative fiscale de surtaxation des rémunérations élevées parfois envisagée. Cette dernière pourrait avoir pour résultat l'effet inverse en conduisant à hausser le niveau des rémunérations de façon que leur niveau après impôts reste similaire.

2.2.2. *Le droit comme moyen de prévenir les erreurs : la voie du paternalisme libertarien*

Dans la voie du paternalisme fort, le droit intervient en imposant. Aucune latitude n'est laissée aux acteurs économiques s'ils veulent rester dans la légalité. Relativement aux biais cognitifs, l'action du droit vise alors à empêcher, si possible, les biais de s'exprimer, leurs effets étant supposés néfastes.

La logique du paternalisme libertarien est différente. Elle cherche à réduire les biais cognitifs en structurant les choix, en proposant une « architecture des choix » – selon l'expression de Thaler et Sunstein (2008) – qui laisse plusieurs options ouvertes mais qui permet aux individus d'éviter les principales erreurs. Dans le contexte américain, on obligera par exemple les individus à souscrire une assurance les protégeant socialement tout en leur laissant la possibilité de choisir celle qui leur semble la plus adaptée. Mais pour éviter les erreurs associées à cette latitude, on agira sur la structure du choix en simplifiant la procédure, par exemple, en précochant une option par défaut au sein d'un menu et en obligeant les assureurs à préciser les indicateurs à même d'éviter les erreurs cognitives et leurs effets, si les individus souhaitent s'écarter du choix par défaut.

Le choix laissé aux sociétés en France concernant la forme de l'organe de contrôle, la séparation présidence du conseil d'administration/direction générale et l'application des codes de gouvernance selon la règle *comply or explain* nous semble constituer une illustration de cette approche dans le cadre de la gouvernance des dirigeants et du droit qui régit la relation actionnaires-dirigeants.

La loi française offre actuellement la possibilité, d'une part, de choisir entre la forme moniste du conseil d'administration et la forme dualiste selon le modèle allemand avec directoire et conseil de surveillance qui permet de séparer clairement la fonction de contrôle de celle de décision. D'autre part, en cas d'option pour la forme moniste, il est possible, depuis la loi NRE, de recréer la séparation contrôle/décision en optant pour la séparation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général. Cette séparation est traditionnellement justifiée sur la seule base d'arguments disciplinaires visant à réduire les conséquences des conflits d'intérêts.

L'approche comportementale permet de proposer une autre interprétation fondée sur le débiaisage cognitif sur la base de plusieurs arguments. Premièrement, et indépendamment de la question du choix de la forme, si on se borne au seul conseil d'administration qui est la forme la plus répandue, la définition légale du rôle de cet organe qui, selon les termes de la loi « détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre », ne peut s'expliquer par le seul motif disciplinaire. En concourant à déterminer les orientations de l'activité, le conseil a, de facto, un rôle de débiaisage dans le cadre des discussions qui interviennent au sein du conseil. Deuxièmement, la forme moniste traditionnelle sans séparation pouvant être considérée comme l'option par défaut, les options alternatives conduisent à structurer le choix final en fonction de leurs avantages et inconvénients respectifs. Si, à l'évidence, les considérations qui interviennent dans ce choix dépassent le seul motif de correction des erreurs éventuelles dans l'élaboration et la conduite de la politique de l'entreprise, ce motif est vraisemblablement important. On peut admettre que la séparation président du conseil d'administration et directeur général conduit à un type d'animation du conseil dont les conséquences peuvent affecter sensiblement la correction des différents biais évoqués. Troisièmement,

en laissant le choix ouvert, la loi suppose implicitement que l'organisation optimale résulte des arbitrages spécifiques à chaque société en fonction des avantages et inconvénients spécifiques à chacune des formes, en particulier sur le plan cognitif.

Une seconde illustration du paternalisme libertarien peut être trouvée avec la mise en œuvre de la règle *comply or explain* (se soumettre ou expliquer) qui a été introduite par la loi pour définir le contenu du rapport du président du conseil d'administration. Rappelons le contenu de l'article L225-37 du code de commerce « *Lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises, le rapport prévu au présent article précise également les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été. [...] Si une société ne se réfère pas à tel code de gouvernement d'entreprise, ce rapport indique les règles retenues en complément des exigences requises par la loi et explique les raisons pour lesquelles la société a décidé de n'appliquer aucune disposition de ce code de gouvernement d'entreprise.* » En faisant référence explicitement à la notion de code de gouvernement d'entreprise, la loi fixe un cadre qui, certes, a un objectif de réduction des conflits d'intérêts mais qui comporte également une dimension de prévention des erreurs cognitives. En offrant tant la possibilité de ne pas se référer à un tel code ou de s'y référer mais en y dérogeant, tout en imposant à la société de se justifier, la loi encadre la réflexion et structure les choix. Elle intervient ainsi pour limiter certains biais cognitifs tout en laissant, là aussi, à la société le soin de procéder aux arbitrages qui lui semblent les meilleurs.

Dans une perspective normative, l'approche comportementale pourrait également conduire la loi à être davantage paternaliste en matière de composition du conseil d'administration. La seule contrainte actuelle porte sur le pourcentage d'administrateurs liés par un contrat de travail à la société qui est limité au tiers du conseil. L'obligation mentionnée précédemment de se référer ou non à un code de gouvernement d'entreprise peut conduire à ajouter des options relatives à l'indépendance des administrateurs, quel que soit le flou qui entoure cette notion. Toutefois, l'approche comportementale montre que l'efficacité d'un conseil dans sa mission de surveillance n'est pas seulement fonction de son indépendance mais également des biais cognitifs dont sont atteints ses membres. Une composition bien pensée du conseil devrait avoir pour objectif de réduire l'incidence des biais, par exemple, en assurant une diversité des profils cognitifs présents. Si, par exemple, on pose l'hypothèse que les administrateurs de sexe féminin sont moins atteints par les biais d'attribution que ceux de sexe masculin, ce peut être un argument en faveur de la féminisation des conseils. Une internationalisation des conseils peut également se justifier sur la base d'une argumentation similaire. En ce sens, la loi pourrait contribuer au débiaisage en obligeant les sociétés, par exemple, à se positionner également par rapport à des options inscrites dans les codes de gouvernance susceptibles de conditionner les biais cognitifs des conseils et des dirigeants telles que la composition en termes de genre, d'origine professionnelle, d'âge, etc., tout en laissant une forte latitude.

Conclusion

La vision traditionnelle de la gouvernance issue de la théorie de l'agence pose l'hypothèse que les pertes d'efficacité et, plus spécifiquement, les pertes de richesse subies par les actionnaires résultent exclusivement des comportements stratégiques des dirigeants qui visent à profiter de leur supériorité en matière d'information. De fait, une part importante des pertes d'efficacité semble due à des erreurs de jugement non intentionnelles et on peut considérer que le système de gouvernance doit avoir pour objectif également de limiter ces pertes en réduisant les erreurs cognitives ou en atténuant leurs conséquences.

L'approche comportementale de la gouvernance conduit à analyser les systèmes de gouvernance dans cette perspective. Parmi les mécanismes constituant les systèmes de gouvernance, le droit joue un rôle important et ce rôle peut être reconsidéré en relation avec la réduction des erreurs cognitives et de leurs conséquences. Ce rôle de débiaisage du droit a été exploré par le courant de recherche *Behavioral Law and Economics* dans de nombreux domaines et nous avons tenté de montrer quel pouvait en être l'intérêt pour analyser et réformer la gouvernance, en prenant l'exemple de la gouvernance financière traditionnelle. Cette analyse peut être prolongée pour explorer d'autres mécanismes sous l'angle comportemental, dans une perspective partenariale où l'efficacité est vue sous un angle plus large que la seule richesse des actionnaires.

L'approche comportementale de la gouvernance et du droit est indissociable d'une vision paternaliste et modifie les termes de l'arbitrage à opérer entre les composantes intentionnelles et spontanées des systèmes de gouvernance. Dans la vision traditionnelle, inspirée par les théories contractuelles, le rôle central en matière de gouvernance est attribué aux marchés, les mécanismes intentionnels, notamment juridiques n'ayant qu'une fonction d'assistance normalement réduite. La perspective comportementale part de la constatation non seulement que les erreurs comportementales nuisent à la fonction de gouvernance des marchés, mais en outre que certains mécanismes tels que les rémunérations incitatives peuvent renforcer les risques d'erreurs en accroissant l'intensité de certains biais. Elle conduit donc à justifier un renforcement de la régulation juridique sans toutefois ignorer que le régulateur lui-même n'est pas exempt de biais cognitifs (Hirshleifer, 2008) et, bien entendu, que l'interventionnisme peut conduire également à réduire l'efficacité des accords librement consentis. Dans une certaine mesure, la voie du paternalisme libertarien vise à réduire les risques associés aux biais tout en maintenant une certaine liberté des choix. Par ailleurs, la question même de la nécessité de débiaiser peut elle-même être posée, certains biais pouvant être considérés, paradoxalement, comme des facteurs d'efficacité dans une conception dynamique de cette dernière, en encourageant la prise de risque entrepreneuriale.

Bibliographie

- Bainbridge S.M. (2002), « Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance », *Vanderbilt Law Review*, vol. 55, p. 1-55.
- Camerer C., Issacharoff S., Loewenstein G., O'Donoghue T. et Rabin M. (2003), « Regulation for Conservatives : Behavioral Economics and the Case for Asymmetric Paternalism », *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 151, p. 1211-1254.
- Charreaux G. (1997), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in G. Charreaux (éd.), *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits*, Economica, p. 421-469.
- Charreaux G. (2005), « Pour une gouvernance d'entreprise 'comportementale': une réflexion exploratoire... », *Revue Française de Gestion*, vol. 31, n° 157, juillet-août, p. 215-238.
- Charreaux G. et Wirtz P. (2006), *Gouvernance des entreprises – Nouvelles perspectives*, Economica.
- Coffee Jr. J.C. (2006), *Gatekeepers – The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press.
- Fama E.F. (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, p. 288-307.
- Guthrie C. (2003), « Prospect Theory, Risk Preference, and the Law », *Northwestern University Law Review*, vol. 97, n° 3, p. 1115-1163.
- Hirshleifer D. (2008), « Psychological Bias as a Driver of Financial Regulation », *European Financial Management*, vol. 14, n° 5, p. 856-874.
- Jensen M.C. (2005), « Agency Costs of Overvalued Equity », *Financial Management*, vol. 34, p. 5-19.
- Jolls C. (2009), « Behavioral Law and Economics », Yale Law School, Public Law & Legal Theory, Research Paper No. 130, <http://ssrn.com/abstract=959177>.
- Jolls C. et Sunstein C.R. (2006), « Debiasing Through Law », *Journal of Legal Studies*, vol. 35, p. 199-241.
- Jolls C., Sunstein C.R. et Thaler R. (1998), « A Behavioral Approach to Law and Economics », *Stanford Law Review*, Vol. 50, p. 1471-1550.
- Kahneman D. et Tversky A. (1979), « Prospect Theory : An Analysis of Decision Under Risk », *Econometrica*, vol. 47, p. 263-291.
- Korobkin R. (2003), « The Endowment Effect and Legal Analysis », *Northwestern University Law Review*, vol. 97, n° 3, p. 1227-1293.
- La Blanc G. et Rachlinski J.J. (2005), « In Praise of Investor Irrationality », in F. Parisi et Vernon L. Smith (Eds.), *The Law and Economics of Irrational Behavior*, Stanford University Press.
- Langevoort D.C. (2001), « The Human Nature of Boards : Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability », *The Georgetown Law Journal*, vol. 89, p. 797-832.
- Marnet O. (2005), « Behaviour and Rationality in Corporate Governance », *Journal of Economic Issues*, vol. 39, n° 3, p. 613-632.

- Marnet O. (2008), *Behaviour and Rationality in Corporate Governance*, Routledge, Routledge Studies in Corporate Governance.
- Paredes T.A. (2005), « Too Much pay, Too Much Deference : Is CEO Overconfidence the Product of Corporate Governance? », *Florida State University Law Review*, vol. 32, p. 673-762.
- Rachlinski J. (2003), « The Uncertain Psychological Case for Paternalism », *Northwestern University Law Review*, vol. 97, n° 3, p. 1165-1225.
- Roe M.J. (2003), *Political Determinants of Corporate Governance – Political Context, Corporate Impact*, Oxford University Press.
- Roll R. (1986), « The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers », *The Journal of Business*, vol. 59, n° 2, p. 197-216.
- Sunstein C.R. et Thaler R.H. (2003), « Libertarian Paternalism Is not an Oxymoron », *University of Chicago Law Review*, vol. 70, n° 4, p. 1159-1202.
- Thaler R.H. (1996), « Doing Economics without Homo Economicus », in S.G. Medema et W.J. Samuels (Eds.), *Foundations of Research in Economics : How Do Economists Do Economics*, Cheltenham, UK: Edward Elgar, p. 227-237.
- Thaler R.H. et Sunstein C.R. (2003), « Libertarian Paternalism », *American Economic Review*, vol. 93, n° 2, p. 175-179.
- Thaler R.H. et Sunstein C.R. (2008), *Nudge*, Penguin Books.
- Tversky A. et Kahneman (1974), « Judgment Under Uncertainty : Heuristics and Biases », *Science*, New Series, vol. 185, n° 4157, p. 1124-1131.