

Académie des Sciences Morales et Politiques.

Conférence du 6 février 2023

La Bonne Gouvernance

M. Le Chancelier

M. Le Président

M. Le secrétaire perpétuel

Mesdames,

Messieurs.

C'est un grand honneur pour moi de prendre la parole aujourd'hui dans un des lieux saints de la culture française. Je suis arrivé pour travailler en France pour la première fois en septembre 1971. J'étais l'assistant d'anglais au lycée Thiers à Marseille: le lycée de Marcel Pagnol. Je n'aurais pas pu imaginer que cinquante ans plus tard je serais devant vous à l'Institut de France. Pour les Marseillais Paris est un pays lointain dont on ne connaît pas grande chose.

Je dois cet honneur, évidemment, à votre Président, Jean-Claude Trichet. Nous nous connaissons depuis presque trente ans. En 1995 j'étais nommé sous gouverneur de la Banque d'Angleterre. A l'époque il n'y en avait qu'un. Depuis ils se sont multipliés. Jean-Claude était alors le Gouverneur, rue Croix des Petits Champs, et il m'a très rapidement invité à Paris en visite fraternelle. La franc-maçonnerie des Banques Centrales reste très puissante, et à l'époque il était envisagé que les Britanniques feraient partie de l'eurosystème donc on avait intérêt à se connaître du mieux possible.

Mais il ne m'a pas invité pour traiter de la gouvernance des banques centrales. J'en parle dans un des cours que je donne à Sciences Po. C'est un sujet un peu obscur, et qui n'intéresse pas tout le monde. Bien qu'il existe des différences entre Paris et Londres qui ne sont pas sans intérêt.

J'ai travaillé principalement dans le secteur privé depuis 2003, et c'est le gouvernement des entreprises qui m'intéresse le plus maintenant. Le sous-titre que j'ai choisi est 'La gouvernance des affaires et l'affaire de la gouvernance'. Qu'est-ce que cela signifie ?

Ma thèse principale est la suivante. La grande crise financière de 2008/9 a démontré que la gouvernance des banques manquait de rigueur et d'indépendance. En fait, plusieurs scandales avant la crise auraient dû nous avertir que tout n'était pas pour le mieux dans le meilleur des mondes. On pense à Barings, au Crédit Lyonnais, à Enron, à LTCM etc. Mais l'ampleur de la crise globale, et les coûts énormes imposés aux gouvernements et contribuables démontraient qu'on ne pouvait pas continuer comme avant. Même Alan Greenspan (encore lui), le Pape du laisser-faire, était convaincu qu'il y avait un problème grave. Au Congrès Américain il a désavoué sa doctrine de non-intervention: 'ceux d'entre nous qui ont compté sur l'intérêt personnel des banquiers pour protéger les capitaux des actionnaires sont dans un état de sidération incrédule(1).

Depuis la Grande Crise la gouvernance des banques, et des autres institutions financières, a été réformée, sous des formes différentes dans différents pays. Mais les résultats ont été décevants, et même contreproductifs dans certains cas. Pourquoi? En grande partie parce que les règles et les codes sont dans les mains des investisseurs, ou pire des agences qui se sont établies en conseillers de vote, et qui ont réduit l'évaluation de la gouvernance des entreprises à un exercice de case à cocher. La gouvernance est devenue une affaire en elle-même, loin de la réalité de la direction d'une grande entreprise. Mon but est de libérer la gouvernance des mains des experts.

Mais avant de m'embarquer sur cette croisade chimérique je vais reculer pour mieux sauter, comme on a l'habitude de dire en anglais.

Le mot gouvernance, dans le sens d'une méthode de gestion, ou un système de régulations, a été utilisé depuis 1660, d'après le dictionnaire d'Oxford, mais le mot n'était pas d'usage courant jusqu'à tout récemment (2). Je rappelle le choc provoqué par la publication des mémoires du Premier Ministre Harold Wilson en 1976, intitulées 'La Gouvernance de la Grande Bretagne'(3). Le mot était rare à l'époque, et il semblait que Wilson adoptait un usage archaïque pour une raison obscure.

Mais à cet égard, Harold Wilson était un homme en avance sur son temps. D'après l'analyse de Google Ngram, qui catalogue l'usage des mots dans les livres publiés au cours des deux derniers siècles, le mot anglais 'governance' n'était guère utilisé par les écrivains avant 1960, mais le nombre de citations a augmenté de 800% en soixante ans (4). En français le mot 'gouvernance' était beaucoup utilisé entre 1810 et 1820 mais est tombé en désuétude et n'a resuscité qu'en 1980, vingt ans après la renaissance anglaise. (Je laisse le soin aux membres de l'académie française d'expliquer le faux départ de la gouvernance au début du Dix-neuvième siècle). Dans le monde académique il'y a eu une véritable explosion d'intérêt pour la gouvernance. Pendant les années 80 on a publié 350 articles traitant la gouvernance dans les journaux académiques, qui ont été cités 3600 fois. Dans les années 2010 les chiffres s'élevaient à 9000 articles et plus de 100,000 citations, trente fois de plus (5).

Pourquoi ce regain d'intérêt pour la gouvernance? Mark Bevir, Professeur de Sciences Politiques à l'université de Californie à Berkeley, explique le phénomène ainsi: 'la popularité récente du mot 'gouvernance' doit beaucoup à son accord avec les changements dans le monde...les questions de gouvernance occupent une place importante là où le gouvernement est devenu une question de plus en plus complexe, dépendant de diverses parties prenantes ayant des liens formels et informels les uns avec les autres'(6). Quant à la gouvernance des entreprises, Professeur Bevir note une raison sous-jacente: la séparation de la propriété et du contrôle dans les entreprises où l'actionariat est très dispersé, ce qui est maintenant le cas dans la plupart des entreprises américaines et anglaises. Dans ces conditions le problème d'agent-principal devient d'actualité. 'Dans la gouvernance des entreprises', continue Bevir, ' les actionnaires sont les principaux et les dirigeants sont les agents'.

Normalement, l'entreprise devrait être gouvernée en accord avec les intérêts des actionnaires, mais en réalité les dirigeants ont leurs propres intérêts (surtout leur rémunération), et les actionnaires ne sont pas en mesure de contrôler les dirigeants en temps réel. Alors ils se tournent vers le conseil d'administration pour s'assurer que leurs intérêts sont prises en compte. Nous verrons un peu plus tard si les actionnaires sont bien servis par les conseils d'administration.

Mais puisqu'on parle d'intérêts personnels il faut que je déclare les miens. Je suis actuellement , et depuis sept ans, le Président (non-exécutif) de NatWest bank, et aussi d'Inigo, une société d'Assurance. En même temps, j'enseigne à Sciences Po, où je donne aussi un cours qui traite la régulation financière, y compris les questions de gouvernance. Pendant onze ans, de 2004 à 2015, j'étais administrateur de Morgan Stanley à New York. J'ai donc une connaissance directe du système américain de gouvernance, qui est différent du modèle Britannique à plusieurs égards. Au total j'ai pendant 37 ans siégé à des conseils d'administration des sociétés cotées et six de plus dans des sociétés détenues par des intérêts privés. En somme ça représente une très longue période de ce que les chercheurs universitaires appellent l'observation participante. Je dois admettre, pourtant, que je n'ai jamais siégé au Conseil d'Administration d'une entreprise pratiquant un modèle de gouvernance de type partenarial, comme en Allemagne, ou d'une certaine façon, en France. Mais j'ai siégé aux Conseils de la Tate, du Théâtre National, de

l'Académie Royale de Musique, et de la Bibliothèque de Londres, qui pratiquent une forme de gouvernance semblable à celle des entreprises, mais avec les artistes, musiciens et écrivains au nombre des administrateurs.

Si l'on compare les systèmes de gouvernance des entreprises des Etats-Unis, du Royaume Uni et de la France, on peut remarquer des différences significatives. En France il est obligatoire pour les grandes entreprises de nommer des salariés au Conseil d'Administration, et la loi PACTE en a augmenté le nombre. D'après le gouvernement français la loi a pour objectif de permettre 'aux entreprises de mieux prendre en considération les enjeux sociaux et environnementaux dans leur stratégie' (7). Les entreprises 'ne se limitent pas à la recherche du profit. L'entreprise doit être le lieu de création et de partage de sa valeur'. Le Ministère justifie ces changements en citant un sondage d'après lequel seulement 3% des français croient que les entreprises existent pour enrichir leurs actionnaires. Le chiffre comparable est 26% aux Etats-Unis (8) et d'après un sondage d'opinion réalisé pour La British Academy un remarquable 44% de la population au Royaume-Uni soutiennent la proposition que 'le but d'une société est de maximiser les rendements pour les actionnaires dans les limites de la loi'.(9). C'est peu-être pourquoi les efforts de Theresa May de promouvoir une autogestion à l'anglaise n'ont pas été couronnés de succès.

Mais malgré ces différences on peut apercevoir une sorte de convergence entre les modèles de gouvernance anglo-saxone et Continentale. Aux Etats-Unis les règles et pratiques de gouvernance d'entreprises ne relèvent pas tant de la législation que d'une forme d'autorégulation. La 'Business Roundtable', composé des plus grands PDG Américains, est le groupe qui exerce le plus d'influence. Et en 2019 ils ont publié une nouvelle déclaration sur la raison d'être de l'entreprise, soutenue par les ténors de Wall Street, qui je cite, 'qui reflète plus précisément notre engagement envers une économie de marché libre qui sert tous les Américains'(10).

L'important est que pour la première fois La Table Ronde notait que les administrateurs devaient agir dans l'intérêt des clients, des employés, des fournisseurs et, en dernier lieu, des actionnaires. Le gourou Américain de la gouvernance, l'avocat newyorkais Marty Lipton, déclara l'abandon de la primauté des actionnaires et l'adoption de la gouvernance des parties prenantes'(11). En changeant de cap d'une façon soudaine et dramatique la Table Ronde a introduit le loup dans la bergerie. Le Conseil d'Investisseurs Institutionnels a réagi agressivement le jour même, déclarant (12) que 'rendre compte à tous signifie ne rendre compte à personne' et a noté 'qu'ils ne proposent aucun nouveau mécanisme pour rendre le 'Conseil d'Administration responsable envers tout autres parties prenantes'. Mais l'investisseur le plus important, Larry Fink de Blackrock, s'est prononcé en faveur du point de vue de la Table Ronde. 'Le capitalisme des parties prenantes,' a-t-il écrit dans sa lettre aux PDG en 2022, 'n'est pas une question politique. Il n'est pas woke. Il est tout simplement le capitalisme....les entreprises sont plus performantes lorsqu'elles réfléchissent à leur rôle dans la société'(13).

A Londres les tablettes de pierre de la gouvernance sont plutôt gravées par les régulateurs, surtout le Conseil d'Information Financière, bien que l'inspiration originale de notre code de gouvernance soit venue de la Banque d'Angleterre en 1992 (14). L'autorité de la Banque dans ce domaine n'était pas claire, mais cela ne l'a jamais empêchée d'agir quand elle l'estimait nécessaire. Après plusieurs scandales – la Banque du Crédit et Commerce International, Polly Peck etc- quand des entreprises importantes et, apparemment, financièrement solides, se sont effondrées du jour au lendemain, la Banque a décidé qu'il fallait agir pour sauver la réputation de la City. Le rapport d'Adrian Cadbury (15) est devenu l'inspiration des codes successifs, émis par le Conseil d'Information Financière (16).

Le Code Britannique actuel fait une révérence au capitalisme des parties prenantes, mais les actionnaires retiennent leur primauté. Il proclame: 'une entreprise prospère est dirigée par un Conseil d'Administration efficace et entreprenant (d'après George Bush le mot n'existe pas en français mais peut-être le sens est évident), dont le rôle est de promouvoir le succès durable de l'entreprise en générant de la valeur pour les actionnaires et en contribuant à la société au sens large'.

De cette analyse très abrégée de l'évolution des obligations des sociétés il est évident que la vie des Président-e-s et des -Directeurs-trices est devenue beaucoup plus compliquée. Il n'est plus possible de dire à la fin de l'année que le prix des actions est monté d'x pour cent de plus que le CAC 40 et tout va bien. Il faut démontrer qu'on est conscient de toutes ses obligations au regard du Code et en plus, dans une industrie réglementée, qu'on a répondu aux attentes des régulateurs. Il n'est pas surprenant que les rapports annuels des sociétés soient devenu gigantesques – centaines de pages de statistiques et d'évaluations de l'impact social et environnemental. Les publications en matière de durabilité dans le contexte du changement de climat sont elles-mêmes immenses.

Chez NatWest nous avons retenu un nouvel objectif de l'entreprise, défini comme 'aider les personnes, les familles et les entreprises à prospérer', qui a contribué à assister nos décisions stratégiques et à structurer nos communications publiques.

Face à cet ensemble d'objectifs plus complexes et nuancés, nous devons nous demander quelle est l'utilité actuelle des dispositions spécifiques des codes de gouvernance. Un bon nombre ont été mises en place en réponse à une crise ou à des scandales. Les régulateurs sont souvent obligés de fermer la cage aux oiseaux après qu'ils se sont envolés.

Bien sûr il n'est pas déraisonnable pour les investisseurs et les régulateurs de vouloir mettre en place des mesures indirectes de performance et de conformité aux règles, surtout lorsque la surveillance en temps réel n'est pas possible, ou lorsque les résultats souhaités sont difficiles à définir. Mais ces mesures doivent être significativement corrélées avec les résultats souhaités.

A moins que, comme Lamartine, je demande au temps de suspendre son vol, il ne sera pas possible de mettre en évidence chacune des dispositions de tous les codes en vigueur dans les trois pays. Je vais donc en choisir 5:

1. La séparation du rôle de Président de celui du Directeur Général, en vigueur en Grande Bretagne et, de plus en plus, en France, mais beaucoup moins aux Etats-Unis.
2. L'indépendance et la durée des mandats des administrateurs.
3. La question controversée de l'équilibre entre les sexes et les races
4. La composition du Conseil d'Administration, et l'expertise et expérience de ses membres.
5. La définition des responsabilités personnelles de certains administrateurs: une question qui est d'actualité à Londres

Trente minutes pour chacun de ces sujets devrait largement suffire !

1. Système moniste dissocié ou gouvernance duale?

Au Royaume-Uni le premier code de gouvernance, en 1992, a recommandé la séparation des fonctions, et trente ans plus tard ce modèle est devenu quasiment universel.

En France, depuis 2001, le Code de Commerce des Sociétés Anonymes a envisagé deux modèles. Il est possible d'opter pour la forme traditionnelle du PDG ou choisir de dissocier les fonctions de Directeur Général et de Président. Traditionnellement majoritaires, les Sociétés avec PDG

commencent à perdre du terrain au sein du SBF 120. On est près de 50:50 à l'heure actuelle, et plusieurs grandes entreprises ont changé de modèle récemment. On pourrait citer l'Oréal, Danone, Bouygues, Valeo et Scor. Il est à noter, pourtant, que souvent il s'agit du PDG se dégageant de la Direction quotidienne de l'entreprise, une 'montée au ciel' d'après les Japonais. Le Code Britannique, qui proscrit cette pratique, considère un ancien PDG qui devient Président de la même société non indépendant. A Londres Denis Kessler et Martin Bouygues seraient demandeurs d'emploi.

Aux Etats-Unis la situation est compliquée. Tout comme en France il y eu une tendance vers le modèle dualiste. Parmi le S&P 500 43% de sociétés continuent avec le système moniste. Mais même chez les dualistes il est fréquent de trouver l'ancien CEO en Chairman. A Morgan Stanley pendant ma période sur le Conseil on est passé de monisme à dualisme, avec l'ancien PDG en Président, et puis à monisme encore.

Il y a donc une remarquable divergence de pratique. Et pour une fois ce sont les anglais, réputés pour leur pragmatisme et leur souplesse, qui sont les plus rigides et dogmatiques. Le monisme est une hérésie quasi-cathare à Londres.

Les anglais ont-ils raison?

La théorie de la gouvernance est quelque peu ambiguë sur ce point. D'un côté la théorie de l'agence nous dirige vers la structure dualiste. La séparation des rôles du Président et Directeur Général accroît l'indépendance du conseil et améliore son contrôle et sa surveillance (17).

D'autre part la théorie de la tutelle met l'accent sur les avantages d'une autorité claire et sans ambiguïté concentrée en une seule personne. L'unité de commandement est, vue de cette perspective, considérée comme essentielle pour établir des lignes d'autorité claires et une responsabilité significative envers les parties prenantes, surtout envers les actionnaires.

Si la théorie n'est pas décisive, peut-être devons nous explorer un territoire hostile à beaucoup dans le monde académique – la pratique. Il y eu beaucoup d'analyses. Mais il n'est pas toujours facile d'interpréter les résultats, en partie parce que les objectifs de l'entreprise ont changé. J'ai déjà parlé de la transition d'un simple modèle dominé par les intérêts des actionnaires, au capitalisme des parties prenantes, ou le succès de l'entreprise ne peut pas se réduire à l'évolution du prix des actions.

Une étude (18), publiée en 1996, 'n'a trouvé que de faibles indices sur le fait que le statut de dualité affecterait les performances à long terme'. Une deuxième, publiée en 2007 (19), 'n'a trouvé aucune évidence d'un rapport significatif et systématique entre la performance financière et la structure et direction du Conseil d'Administration'. Ces deux études étaient entièrement fondées sur la performance des sociétés Américaines. Une troisième (20), en 2005, basé sur 50 interviews avec des Présidents et Directeurs Généraux des entreprises britanniques, notait que les deux 'peuvent souvent être distraits (et voir leur indépendance compromise par) des luttes de pouvoir et de territoire (et la responsabilité lorsque les choses tournent mal)' et ne trouvait pas d'évidence qu'un modèle dominait l'autre.

Des études plus récentes, qui tiennent compte de la capacité à éviter les risques ainsi que la rentabilité, ont abouti à des conclusions similaires. Et une meta-etude en 2014, de 48 articles sur le sujet de 1989 à 2013, n'a fourni aucune preuve claire qu'un système dualiste améliore les performances ou aide à éviter les risques (21).

En outre, un rapport de HSBC en 2019 affirme qu'au cours de la dernière décennie, les entreprises américaines dotées d'un Président Directeur Général ont surperformé les entreprises dualistes. Leur conclusion est que 'si la séparation des rôles est souvent acceptée

comme un fait avéré de bonne gouvernance...les preuves sont beaucoup moins claires...[donc]...la séparation n'est pas toujours préférable dans toutes les entreprises (22).

Il est évident que sur ce premier sujet le célèbre pragmatisme français est nettement préférable au dogme Britannique.

## 2. Indépendance et durée des mandats des administrateurs.

Un autre domaine où les régulateurs britanniques sont dogmatiques est la question des limites de mandat. Notre code est clair. Sans une explication spécifique un administrateur n'est plus considéré comme indépendant après neuf ans de service. En France un administrateur se transforme en citrouille, tout comme dans l'histoire de Cendrillon, après 12 ans. Aux Etats-unis, en revanche, il n'y a pas de limite prescrite. Quelques entreprises ont choisi leurs propres limites, mais c'est rare. Seulement 5% des S&P 500 en ont une (23).

La théorie des limites est simple. Si on reste trop longtemps sur un Conseil d'Administration on risque de perdre les perspectives indépendantes attendues: peut-être on est trop proche du PDG et incapable de voir ses faiblesses?

De l'autre côté il est évident qu'une grande entreprise est compliquée. Il faut un certain temps pour comprendre son fonctionnement et ses dynamiques. C'est surtout le cas des grandes banques. Dans une banque, en particulier, les administrateurs qui ont connu une récession sont précieux. Ce n'est qu'en cas de crise que l'on comprend les faiblesses du bilan. Si les administrateurs changent trop souvent on perd la mémoire et l'expérience.

Il y'a des chercheurs qui ont tenté une analyse pour comprendre comment équilibrer ces deux facteurs. Pour un Président il est important de se concentrer sur cette question, même si on est totalement aligné avec les codes en vigueur, notamment parce que les agences comme ISS pénalisent les sociétés si plusieurs des administrateurs sont en fonction depuis longtemps.

Une étude (24) menée par des chercheurs dans une université Australienne, basée sur la performance des entreprises américaines, a conclu que les efforts visant à imposer les limites de mandat peuvent être contre-productifs. Ils ont observé un niveau d'engagement plus élevé de la part des administrateurs de longue date, en termes de participation aux comités etc. Ils ont également observé qu'avec des administrateurs plus anciens la rémunération du Directeur General était en général inférieure en termes relatifs et que la rotation du Directeur Général était plus sensible à la performance de l'entreprise. Un rapport de la Brookings (25) a signalé que la tendance à la limitation des mandats au sein des conseils d'Administration reposait sur une logique erronée.

Dans ce domaine il me semble que la pratique Américaine, qui laisse la décision aux conseils d'Administration eux-mêmes, avec une certaine pression actionnariale sur les Conseils qui ne se renouvellent pas assez fréquemment, est appropriée. Ce qui est important est d'équilibrer la rotation avec l'expérience. A Morgan Stanley l'ancienneté moyenne était bien inférieure à neuf ans, mais on retenait deux ou trois administrateurs de longue date. Pas des quatre vingts trois, mais avec 15 ans de service. C'est un modèle qui marche bien, à mon avis, mais qui est rigoureusement exclu au Royaume-Uni et n'est guère plus possible en France.

Mais il y a un avantage à la rotation obligatoire. Si l'on veut améliorer la diversité du conseil, par exemple pour augmenter le nombre de femmes ou personnes issues de minorités ethniques, on peut y parvenir plus rapidement si les sièges se libèrent plus souvent (26). Ce qui m'amène à

mon troisième point: la mesure dans laquelle la gouvernance d'entreprise reflète la nature changeante de la société.

### 3. Les questions controversées de la mixité hommes-femmes et de la diversité raciale.

C'est un cliché de dire que le membre d'un conseil d'administration américain moyen est un homme blanc de 63 ans qui joue au golf et porte son pantalon en berne. Ce n'est maintenant que partiellement vrai. L'âge moyenne reste légèrement supérieure à 63 ans. Mais 29 pour cent sont des femmes (27) et 23 pour cent se définissent comme appartenant à une minorité ethnique (28). Quant au golf, les chiffres ne sont pas disponibles. En France, les statistiques sur l'origine ethnique ne sont pas disponibles, pour les raisons qu'on connaît bien, mais le pourcentage de femmes est sensiblement plus élevé. La part des femmes au sein des conseils d'administration et de surveillance du SBF est passé de 13 pour cent en 2010 à 46 pour cent en 2021 (29). Surtout grâce à la loi Copé-Zimmerman, la France est championne du monde de la parité dans les organes non-exécutifs. Le Royaume-Uni traîne à 36 pour cent.

Mais, franchement, augmenter la proportion de femmes non-exécutives est relativement facile à faire. Il n'y a pas de CV spécifique pour un administrateur sans fonctions précises. Et il n'est pas évident qu'une augmentation du nombre de femmes administrateurs produise une augmentation du nombre de femmes cadres, qui est beaucoup plus important. Aux Etats-Unis, si seulement 29 pour cent des administrateurs sont des femmes, 26 pour cent des membres des comités exécutifs sont des femmes. Tandis qu'en France le rapport est de 46 pour cent à 20 pour cent.

En fait, certains soutiennent qu'une augmentation rapide du nombre de femmes administratrices pourrait entraîner une diminution du nombre de femmes occupantes des postes de direction. Un chasseur de têtes à Londres (strictement une chasseuse) m'a dit qu'en incitant les femmes d'abandonner trop tôt la vie de cadre pour rejoindre des conseils d'administration la loi a eu pour conséquence néfaste de réduire le vivier des femmes se destinant à des postes de cadre supérieur.

Cette pénurie relative de femmes dans les comités exécutifs est sans doute une raison pour laquelle la chambre des députés a voté la loi Rixain l'année dernière. Comme a dit la députée Marie-Pierre Rixain, 'la loi Copé-Zimmermann a fabriqué l'escalier extérieur, il faut maintenant fabriquer l'escalier intérieur pour une fracture durable du plafond de verre au sein des entreprises'. La loi vise 40 pour cent de femmes exécutives en 2040.

Outre-manche, comme aux états-unis, la loi ne s'est pas mêlée de l'affaire. L'auto-régulation a mené à presque 40 pour cent de femmes administratrices en moyenne. Mais récemment les régulateurs ont commencé à s'y intéresser. Notre équivalent de l'autorité des marchés financiers obligera à l'avenir les sociétés cotées à divulguer leur position par rapport à trois objectifs: 40% de femmes membres du conseil d'administration, l'une d'entre elles doit occuper un poste de direction (PDG, président du comité d'audit etc) et un administrateur d'une minorité ethnique (30).

Comment les régulateurs ont-ils cherché à justifier l'utilisation de leurs pouvoirs dans ce domaine? Ils citent l'argument selon lequel 'encourager la diversité dans les conseils d'administration peut être considéré comme ayant un intérêt social et un intérêt public plus larges, encourageant l'équité dans la société en garantissant que les postes plus élevés sont ouverts à tous et à toutes'. (Quand j'étais le Président du régulateur le mot 'garantissant' était rigoureusement exclu de nos publications).

Par principe, je partage entièrement ce sentiment. Et je note que Natwest est, je crois, la seule banque de taille dans le monde entier où les PDG et directeur financier sont des femmes. Je les ai nommés toutes les deux, il y a trois et quatre ans respectivement.

Mais peut-on dire que la nomination des femmes au Conseil garantit une meilleure performance financière? Le régulateur lui-même n'en est pas persuadé. Il conclut que, et je cite, 'les preuves empiriques ne sont pas concluantes'. La commission européenne a conclu de la même manière il y a deux ans (31). Des études en Norvège et Californie, et autres, ont établi un rapport négatif entre le nombre de femmes dans le conseil et la rentabilité de l'entreprise. Une explication possible est que les femmes sont plus souvent nommées à un moment de crise (30). Deux chercheurs ont identifié un phénomène qu'ils appellent 'la falaise de verre'. D'autres études, en Espagne et ailleurs, ont trouvé un effet dans l'autre sens. Dans toutes ces études de recherche, la distinction entre la causalité et la corrélation est difficile à distinguer. Cependant il convient d'ajouter qu'une étude par HSBC, utilisant des statistiques plus récentes, identifie un lien positif entre la diversité et le rendement total pour les actionnaires, au moins pour les entreprises qui ont au moins 30% de femmes au conseil (22).

Les études les plus citées pour justifier l'intervention des régulateurs considèrent le lien possible entre diversité et bonne gouvernance. Sur ce point les universitaires sont plus confiants. Ils citent des statistiques qui démontrent qu'en général les femmes assistent à plus de réunions des conseils, et les hommes sont plus diligents quand les femmes sont présentes (33). Et il existe également des preuves que la diversité des genres réduit les comportements répréhensibles, du moins dans les banques (34). Une étude démontre que les banques avec plus de femmes au conseil paient moins d'amendes, et chiffre même l'économie qui en résulte- 7.48 millions de dollars par an. Un chiffre à ne pas négliger. Mais il faut noter que les banques américaines et européennes ont payé, collectivement, 37 milliards de dollars par an entre 2008 et 2018. Une amende de 9.6 milliards pour BNP, et une de 4.9 milliards pour Natwest, entr'autres.

La diversité est donc peut-être une des rares domaines où il est possible de bien faire en faisant le bien (35).

Mais il est important de noter que le simple moyen d'augmenter le nombre de femmes non-exécutives n'offre aucune garantie que les femmes monteront l'escalier intérieur, dans la phrase de Mme Rixain. Malgré tous les progrès qui ont été faits il demeure qu'il y a plus de PDGs avec le prénom John dans les 350 entreprises cotées à Londres qu'il n'y a de femmes. L'entre-Jean, plutôt que l'entre-soi. Et dans le secteur financier c'est pire. Le régulateur a publié (36) une analyse des prénoms des cadres supérieurs qu'il a autorisé à conduire les différentes catégories d'activités financières. Le prénom féminin le plus populaire est Susan, en position 45 sur la liste. On trouve plus de dix fois de Davids que de Susans. Je n'ai pas pu trouver la même analyse en France. Mais je soupçonne que là il y en aurait beaucoup plus de Jean Claudes que de Marie-Claudes.

#### 4. La taille du Conseil et l'expertise de ses membres

Ces deux facteurs, la séparation des rôles de Président et Directeur Général, et la volonté de nommer plus de femmes, assez rapidement, tendent à exercer une pression à la hausse sur le nombre de membres du Conseil. Tandis que les investisseurs, soutenus par la recherche académique, plaident souvent en faveur d'un plus petit nombre d'administrateurs.

Une étude publiée par GMI Ratings (37) aux Etats-Unis a prétendu montrer que parmi les entreprises dont les revenus dépassent 10 milliards de dollars, les conseils plus restreints, de 8 administrateurs ou moins, ont produit les rendements nettement meilleurs pour les



actionnaires, 8.5% plus élevés en moyen. Un degré de surperformance important qui a attiré l'attention des investisseurs.

Pourquoi une telle performance?

L'argument est qu'un nombre restreint d'administrateurs prendront les décisions plus rapidement, et surtout qu'ils seront plus enclins à révoquer un PDG sous-performant. Il y'a aussi moins de chances qu'un directeur devienne trop dominant. Un petit groupe peut être moins formel et encourager un débat plus ouvert.

Suite à mon expérience la plupart des Présidents de Conseil reconnaissent ces avantages, et en plus les déjeuners d'administrateurs -et les vins bien entendu- reviennent moins chers. Alors pourquoi le nombre moyen de directeurs au Royaume-Uni est-il 10 (38) , aux États-unis 11.5 et en France 12.7? (39) Et pour les entreprises dans les secteurs réglementés, comme la banque, les moyennes sont plus élevées. Chez BNP Paribas le Conseil compte 15 membres, et chez Natwest 14. (Notez qu'en France le code de commerce impose une limite de 18 membres: il n'y a pas de limite légale ailleurs).

La raison en est qu'il existe des pressions contradictoires sur le Président pour qu'il ou elle nomme une gamme complète d'experts, ce qui est très difficile à concevoir dans un petit cadre. Les présidents de comité d'audit et de risques sont des fonctions de plus en plus spécialisées, tout comme la présidence du comité de rémunération, un créneau difficile à pourvoir, surtout dans une banque. À Londres il faut aussi nommer un Senior Independent Director, qui est responsable de l'évaluation du Président, et qui agit comme une soupape de sécurité si les investisseurs perdent confiance dans la gouvernance de l'entreprise. Les investisseurs font toujours pression pour avoir une expertise informatique au conseil, et désormais aussi pour une bonne compréhension de la cyber-sécurité. Ils cherchent également la connaissance directe et récente du marché et de gestion. Les régulateurs insistent qu'il y ait quelqu'un qui comprenne le détail de la régulation. Cette année notre régulateur nous a demandé de nommer un directeur responsable pour les intérêts des consommateurs. Il en est de même pour les employés . Et, de plus en plus, les investisseurs insistent sur l'expérience de durabilité et une bonne compréhension de l'impact du changement climatique.

Ce rassemblement de gens de tous les talents doit comprendre, bien entendu, 40% de femmes et une personne issue d'une minorité ethnique. Parfois il semble que l'on essaie d'essayer de compléter un programme linéaire sans solution. On est engagé dans un processus d'optimisation continue, reconnaissant qu'un résultat parfait est irréalisable. Et si on a de la chance de trouver des chevilles rondes pour des trous ronds, les limites de durée des mandats risquent de les évincer de nouveau.

Mon but, pourtant, n'est pas de m'apitoyer sur le sort des présidents de banque. Il s'agit de démontrer qu'une approche de la gouvernance un peu scolaire basée sur les listes de conformité telle que pratiquée par les agences de conseil en votes, est susceptible de produire un résultat sous-optimal, voire absurde. Sur l'échelle de notations d'une des agences, NatWest pourrait augmenter son classement en matière de développement durable en recrutant à son Conseil un dirigeant d'une société pétrolière, ce qui serait un résultat paradoxal pour une banque qui a réduit ses prêts aux sociétés d'énergie fossile à un niveau de minimis.

## 5. Les responsabilités personnelles des administrateurs

Le dernier de mes cinq sujets concerne la question difficile de la responsabilité personnelle des administrateurs, surtout, mais pas exclusivement, dans le secteur financier. Ici nous devons faire face à un problème linguistique. En anglais nous différencions entre les mots

'responsibility' et 'accountability', qui se traduisent tous les deux par responsabilité en français. Accountability comprend 'idée qu'on est tenu comptable de quelqu'un.

Après la grande crise financière une accusation portée contre les banques était que bien que leurs actions aient gravement endommagé l'économie et imposé des coûts énormes à la société et aux contribuables, les administrateurs et les PDG n'aient pas payé de prix personnel. RBS à l'époque, maintenant NatWest, est un bon exemple. Le coût total pour le gouvernement n'est même pas encore connu, mais sera au moins 20 milliards de livres sterling. Et un seul des anciens administrateurs a été puni, dans le sens où il a perdu son autorisation du régulateur. Pourquoi? Les médias, et surtout les parlementaires, ont du mal à comprendre.

Il y'a une réponse longue à la question, et une réponse brève. La réponse brève est, en effet, que les sociétés, et surtout les banques, sont des mécanismes de diffusion de responsabilité très efficaces. Une chercheuse américaine a écrit un rapport basé sur une cinquantaine d'interviews de banquiers à Wall Street, qui s'appelle 'pas de corps à frapper, pas d'âme à damner'(40). Sa conclusion est la suivante: 'la responsabilité des défaillances complexes ne peut être facilement attribuée ou évaluée. La responsabilité se dilue dans le collectif. C'est vrai, mais c'est une conclusion peu satisfaisante. Chacun est responsable, donc personne n'est responsable. Où en est la gouvernance? Quand les défaillances se produisent, tout cet édifice magnifique de gouvernance, avec ses codes et quotas, sert, comme on dit, autant qu'une théière en chocolat.

Comment y répondre? Différents pays ont emprunté des itinéraires différents. Pour une fois je crois que la réponse anglaise présente des atouts évidents. A la suite d'une commission parlementaire, le gouvernement Cameron a voté une loi qui crée un système de 'senior management responsibilities' d'après lequel des administrateurs spécifiques, y compris le Président, la chaire d'audit et autres, ont des descriptions d'emploi très claires. Il en est ainsi pour les hauts cadres également. Les critiques observent que le régime va à l'encontre de la doctrine de responsabilité collective, et dans une certaine mesure c'est vrai. Mais après cinq ans je le trouve utile pour établir qui est responsable pour quoi dans la banque. Il n'a pas encore beaucoup été utilisé comme base disciplinaire, bien qu'un PDG de banque ait été condamné à une amende importante pour une infraction. Le régime a cependant merveilleusement focalisé l'esprit des administrateurs et dirigeants.

La Banque d'Angleterre a publié une évaluation du régime à la fin de 2020 (41). Elle a interviewé beaucoup de celles et ceux impliquées. Les réponses étaient plutôt positives. Les conclusions étaient que, en pratique, 'les responsabilités individuelles et collectives sont complémentaires' et que le nouveau système était 'un changement positif qui, d'apparence, a joué un rôle dans l'amélioration des standards à travers le secteur financier'. D'autres analyses académiques ont confirmé l'impact sur la culture des banques (42). Il a 'clarifié le rôle du Conseil dans l'établissement de la culture de l'entreprise'.

Mais le régime n'a pas évité la controverse. L'extension récente aux gestionnaires d'investissement et aux fonds spéculatifs a dérangé ceux qui étaient auparavant passés sous le radar de la réglementation de conduite.

Et en décembre le nouveau Chancelier de l'échiquier, M. Hunt, ou, d'après la loi Toubon, M. Chasse (le Royaume-Uni a récemment adopté la pratique de changer de Ministres de finance au rythme de la quatrième république ) annonçait un ensemble de mesures visant à améliorer la compétitivité de la place de Londres après le Brexit. La recherche des bénéfices de Brexit a pris le caractère de la chasse au snark -un animal fabuleux - de Lewis Carroll, si bien traduite par Louis Aragon. C'est une allégorie de la poursuite du bonheur humain, menée par l'homme à la cloche dont le refrain, 'ce que je vous dis trois fois est vrai", est très approprié dans ce contexte.

Une des mesures annoncées était, à la surprise générale, un examen du nouveau régime, moins de deux ans après le dernier examen. Les intentions du gouvernement ne sont pas encore évidentes. Pour ma part j'espère que dans ce domaine ils n'enclenchent pas la marche arrière. Ça serait un désavantage de Brexit, plutôt qu'un bénéfice.

Quelles conclusions peut-on tirer de ce bilan?

D'abord, il y a peu de preuves rigoureuses pour soutenir bon nombre des prescriptions adoptées par ceux qui prétendent contrôler la gouvernance des entreprises publiques, que ce soit gouvernements, régulateurs, investisseurs ou les agences qui agissent en leur nom. Donc un peu d'humilité est de mise. Il y a certainement aucune preuve qu'un modèle est mieux que les autres en toutes circonstances, et certains signes que les entreprises cotées pourraient être contraintes par les disciplines qui leur sont imposées, notamment par les exigences en matière de gouvernance.

Il est frappant que le nombre de sociétés cotées en Grande Bretagne a diminué de 30% depuis 2006, et le même phénomène est évident en France et Allemagne (43) tandis que le nombre d'entreprises retirées de la cote augmente rapidement. En 2021, alors que presque aucun capital n'a été levé par les entreprises cotées, 15 entreprises ont été retirées du marché, pour une valeur totale de £25 milliards (44). Et la composante non cotée des 500 premières entreprises du Royaume-Uni croit à un rythme 2 à 3 fois supérieur à celui de la partie cotée, en termes de revenus et de bénéfices. Aux États-Unis la tendance est plus avancée encore. Le nombre d'entreprises financées par 'private equity' a doublé dans dix ans, de 4 à 8000 (45). Globalement, les actifs nets ont multiplié par 7 en 20 ans, soit le double de l'augmentation observée pour les sociétés cotées.

Il y a sans doute de nombreux facteurs à l'origine de cette tendance, mais on ne peut plus présumer que le modèle d'entreprise cotée est supérieur aux autres. Et on devrait peut-être se demander si la gouvernance des entreprises cotées visant à atteindre plusieurs objectifs au-delà de la rentabilité, n'est pas de nature à favoriser la croissance des entreprises privées.

Mon deuxième point, auquel j'ai fait référence au début, est que l'évaluation de la gouvernance telle que pratiquée par de nombreux investisseurs est devenue un exercice scolaire de case à cocher. Cela est en partie fonction de l'essor des stratégies d'investissement passives- généralement le suivi d'indices. D'après Bloomberg, les trois mammoths, Blackrock, State Street et Vanguard détiennent désormais près d'un quart du S&P 500, contre 13% il y a un peu plus de dix ans (46). Et Bloomberg prévoit que l'investissement passif dépassera la gestion au cours des trois prochaines années (47). Certains de ces fonds passifs sont peu incités à s'engager directement auprès des entreprises et ont tendance à externaliser leurs évaluations de gouvernance. Une étude a révélé que 'les fonds passifs sous-investissent dans la gestion et s'en remettent excessivement aux dirigeants d'entreprise' (48).

Et la gouvernance est souvent désormais considérée comme un élément parmi d'autres, et non le plus important, dans une évaluation ESG. Pour une fois l'acronyme français, -environnement, social et gouvernance- est dans le même ordre que l'anglais.

L'investissement ESG fait fureur depuis un certain temps. Mais il s'agit d'un cocktail de différents facteurs, certains plus mesurables que d'autres. Les classements ESG sont comme des saucisses. Plus vous en savez sur ce qu'ils contiennent, moins vous êtes susceptibles de les consommer. Les difficultés de mesure sont nombreuses, surtout dans le domaine environnemental. Certaines pourraient être résolues par le nouveau conseil des normes internationales de durabilité, dirigé par Emmanuel Faber (49).

Mais comme l'a souligné un rapport dans l'hebdomadaire L'Economiste, juillet dernier 'les mesures ESG se mêle à des visions diamétralement opposées sur la raison d'être de l'entreprise, ainsi qu'à des débats sur la prépondérance des actionnaires ou des parties prenantes dans la prise des décisions (50)'. Leur conclusion est que l'ESG a besoin d'une refonte en profondeur, avec une concentration plus étroite sur le changement climatique, qui permettrait de libérer la gouvernance de syndrome de la saucisse.

S'il est possible de sauver la gouvernance de cette manière, alors comment souhaiterais-je reformuler les normes requises? Je ne peux proposer qu'une esquisse aujourd'hui.

Mes suggestions seraient:

-d'encourager plus de flexibilité dans les codes de pratique. Le code Britannique d'origine a été proposé sur le principe 'se conformer ou s'expliquer'. Mais c'est devenu 'se conformer sinon...' Retour du futur.

-en particulier, d'admettre plus de flexibilité dans la durée des mandats

-et d'accepter qu'il y ait des circonstances où le système moniste offre des avantages. Une entreprise ayant besoin d'un examen stratégique complet pourrait trouver un seul dirigeant capable d'agir plus rapidement. Exclure cette possibilité est une erreur. Toutes les grandes banques d'investissement ont ce modèle, et le ciel ne leur est pas tombé dessus.

-alors que nous nous rapprochons de la parité hommes-femmes au sein du conseil d'administration il se peut qu'il soit nécessaire d'admettre plus de flexibilité dans ce domaine également, et nous devons admettre que le véritable défi consiste à renforcer la composante féminine du vivier des cadres.

-et il y a lieu de donner plus de poids aux facteurs d'expérience et d'expertise. L'examen le plus approfondi des défaillances de gouvernance dans les banques pendant la crise financière, menée par Sir David Walker, a fait valoir qu'à l'avenir 'une combinaison d'expérience de l'industrie financière et d'indépendance d'esprit seront beaucoup plus pertinentes qu'une combinaison d'expérience moindre et d'indépendance formelle'(51).

Avec ces principes à l'esprit, les investisseurs et les régulateurs, dans les secteurs réglementés, peuvent mener un dialogue sensé avec le Président sur la manière dont il ou elle a construit son conseil. Mais pour que ce dialogue soit fructueux, les investisseurs, y compris la gestion passive, devront investir dans leur capacités de gestion . HSBC souligne (22) que 'les grands fonds passifs ont moins de ressources pour l'analyse et l'engagement avec les entreprises ' . À mesure qu'ils détiennent une proportion de plus en plus importante d'actions cotées, cela devrait changer.

Ce qui précède peut paraître un modeste ensemble de propositions. En somme, c'est une révolution plutôt lundi après-midi que samedi soir. Une révolution à l'anglaise, pas à la française. Pas de barricades dans la rue. Très peu de pavés jetés. Mais elle aiderait à renverser une marée qui nous entraîne dans la mauvaise direction, vers une uniformité de pratiques dictée par une idéologie peu étayée par l'analyse et la donnée.

## References

1. Alan Greenspan. Testimony to House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform, 23 October 2008. [www.oversight.house.gov](http://www.oversight.house.gov)
2. Shorter Oxford English Dictionary. Oxford University Press.
3. The Governance of Britain. Harold Wilson. Michael Joseph. 1976.
4. Google Ngram viewer. [www.google.books.com](http://www.google.books.com)
5. The Oxford Handbook of Governance. Ed. David Levi-Faur. Oxford University Press 2012.
6. Governance: a very short introduction, Mark Bevir. Oxford University Press 2012
7. La Loi PACTE. [www.economie.gouv.fr](http://www.economie.gouv.fr) 11 September 2019.
8. Americans thinks CEOs care about more than shareholders. [www.brunswickgroup.com](http://www.brunswickgroup.com) 3 September 2019.
9. Survey highlights appetite for new definition of corporate purpose among UK businesses. 15 October 2020 [www.thebritishacademy.ac.uk](http://www.thebritishacademy.ac.uk)
10. Our commitment. Statement on the Purpose of a Corporation. The Business Roundtable. 19 August 2019. [www.buisnessroundtable.org](http://www.buisnessroundtable.org)
11. Stakeholder Corporate Governance Business Roundtable. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Martin Lipton et al. 21 August 2019. [www.corpgov.law.harvard.edu](http://www.corpgov.law.harvard.edu)
12. The Council of Institutional Investors responds to the Business Roundtable's Statement on Corporate Purpose. 19 August 2019. [www.cii.org](http://www.cii.org)
13. Annual letter to Chief Executives 2022. Larry Fink, Blackrock. [www.blackrock.com](http://www.blackrock.com)
14. Who influences debates in business ethics. An investigation into the development of corporate governance in the UK since 1990. ESRC Centre for Business Research. University of Cambridge Working Paper No.221. Ian Jones and Michael Pollitt. December 2001. [www.cbr.cam.ac.uk](http://www.cbr.cam.ac.uk)
15. The Cadbury Report. The Cadbury Report Archive. Cambridge Judge Business School. [www.cadbury.cjbs.archios.info](http://www.cadbury.cjbs.archios.info)
16. The UK Corporate Governance Code, July 2018. Financial Reporting Council. [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk)
17. Separation of Chairman and CEO roles. Matteo Tonello et al. The Conference Board. 1 September 2011. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. [www.corpgovlaw.harvard.edu](http://www.corpgovlaw.harvard.edu)

18. CEO Duality and firm performance: what's the fuss? Baliga et al. Strategic Management Journal 19.1996.
19. The fundamental agency problem and its mitigation: Independence, Equity and the market for corporate control. Dalton et al. Academy of Management Annals 1. 2007.
20. Should the CEO be Chair? Jay Lorsch and Andy Zelleke. MIT Sloan Management Review. 46(2) 2005.
21. CEO Duality: A Review and Research Agenda. Krause et al. Journal of Management. Vol 40 No1. January 2014.
22. Governance Uncut. Evidence, errors and evolution – what investors need to know. Laurie Fitzjohn – Sykes. HSBC Global Research [www.research.hsbc.com](http://www.research.hsbc.com)
23. Board refreshment trends at S and P 1500 firms. Jon Lukomnik. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. 9 February 2017. [www.corpgov.law.harvard.edu](http://www.corpgov.law.harvard.edu)
24. Should independent directors have term limits? The role of experience in corporate governance. Emma Zhang et al. Monash University. Financial Management 44 (3)
25. The trend towards board term limits is based on faulty logic. Hamacher and Pozen. Brookings Institution. 31 May 2015 [www.brookings.edu](http://www.brookings.edu)
26. Board diversity by term limits. Rosenblum and Nili. Pace University. Alabama Law Review. Fall 2019. [www.digitalcommons.pace.edu](http://www.digitalcommons.pace.edu)
27. Board Monitor 2022. Heidrick and Struggles. [www.heidrick.com](http://www.heidrick.com)
28. Racial and ethnic diversity on US corporate boards – Progress since 2020. Subodh Mishra. Institutional Shareholder Services Inc. 21 July 2022. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. [www.corpgov.law.harvard.edu](http://www.corpgov.law.harvard.edu)
29. Partité dans les conseils d'administration: la génération Copé – Zimmermann. 5 January 2022 [www.business.lesechos.fr](http://www.business.lesechos.fr)
30. FCA finalises proposals to boost disclosure of diversity on listed company boards and executive committees. 20 April 2022. [www.fca.org.uk](http://www.fca.org.uk)
31. Gender balance on corporate boards. European Parliament. 1 October 2020 [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu)
32. The Corporate Governance evidence that women are over-represented in precarious leadership positions. Ryan and Haslam. British Journal of Management Vol 16. 2005.
33. Women in the Boardroom and their impact on Governance and Performance. Adams and Ferreira. Journal of Financial Economics vol.94. 2009

34. Gender diversity and bank misconduct. Arnaboldi et al. Journal of Corporate Finance. January 2021
35. Board Diversity and Effectiveness in FTSE 350 companies. Financial Reporting Council. July 2021. [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk)
36. Information on first names within the senior management function. 2 August 2021 [www.fca.org.uk](http://www.fca.org.uk)
37. Board size: Can Smaller Boards make a more significant impact? Kezia Farnham. 2 June 2022 [www.diligent.com](http://www.diligent.com)
38. Spencer Stuart Board Index 2022. [www.spencerstuart.com](http://www.spencerstuart.com)
39. [www.ifa-asso.com](http://www.ifa-asso.com)
40. No body to kick. No soul to damn. Responsibility and accountability for the financial crisis. Olivia Nicol. Journal of Business Ethics Vol 151 (1).
41. Evaluation of the Senior Management and Certification Regime. Bank of England. December 2020 [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)
42. The Senior Management and Certification Regime: an organisational culture analysis. Keller and Kokkinis. Journal of Comparative Law Studies. Vol 22 Issue 1. 4 April 2022.
43. [www.data.worldbank.org](http://www.data.worldbank.org)
44. Capital IQ, Pitchbook.
45. Private markets come of age - McKinsey Global Private Markets Review 2019. February 2019 [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com)
46. Powerless proxies. Schumpeter. 4 June 2022 [www.economist.com](http://www.economist.com)
47. Passive likely overtakes active by 2026. Bloomberg Intelligence. James Seyffart. 11 March 2011 [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
48. Index Funds and the Future of Corporate Governance: theory, evidence and policy. Bebchuk and Hirst. Columbia Law Review Vol 119, 2019.
49. IFRS Sustainability Disclosure Standards. [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org)
50. Special Report: ESG investing. A broken idea. Henry Tricks. 23 July 2022. [www.economist.com](http://www.economist.com)
51. A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities: final recommendations. 26 November 2009. Sir David Walker

