



La gouvernance d'entreprise au

JEAN-PIERRE DANTHINE*



La gouvernance d'entreprise est une problématique intrigante pour FAME, le centre international pour la gestion de patrimoine et l'ingénierie financière. La thématique au cœur de ce numéro de *Haute Finance* pourrait en effet paraître a priori éloignée du domaine privilégié d'études d'un centre construit

autour de préoccupations liées à la finance de marché. Les articles contenus dans le présent numéro montrent, au contraire, à quel point il est important, pour bien comprendre les marchés, de se pencher sur ce qui est au cœur de la création de valeur, la relation entre entrepreneurs, managers et actionnaires. Ce message est valable pour les chercheurs comme pour les praticiens. Aller au-delà de l'observation

des cours et du calcul des rendements permet d'émettre des hypothèses précieuses pour le traitement de l'information au cœur de l'activité de l'analyste financier ou du gestionnaire de fortune comme de celle du chercheur. Ce message est important en soi, mais aussi pour la stratégie à long terme d'un centre comme FAME, qui a parfois dû se justifier d'offrir un doctorat largement ouvert sur toutes les sous-disciplines de la

finance plutôt que restreint à une définition étroite de l'asset management et de l'ingénierie financière. «Governance matters», c'est à l'évidence la leçon à tirer des quelques explorations et survols rapportés ici. Message important pour l'économie suisse dont la performance laisse à désirer depuis des lustres et qui, par hasard (?), ne s'en sort pas trop bien dans les différents classements portant sur la qualité



importantes elles aussi (*lire l'article de Wolfgang Drobetz en page 40*). A l'heure où la gestion active est de plus en plus systématiquement remise en question, les études sous revue peuvent redonner un peu de couleur, et surtout des critères éprouvés, aux amateurs de *stock picking*. Elles démontrent en effet que ceux qui ont mis au cœur de leur gestion les critères de gouvernance s'en sont sortis de manière extrêmement favorable.

La notion de gestion active: un double sens à définir

Dans ce contexte évidemment la notion de gestion active a un double sens à définir soigneusement: gestion active en termes d'allocation avec une sélection de titres sur la base de critères de gouvernance et une allocation géographique attentive à l'importance du cadre légal et à la qualité de l'implémentation des lois et des règlements, du moins lorsqu'il s'agit de marchés émergents (*lire l'article de Daniela Fabbri en page 46*); mais aussi gestion active dans l'exercice des droits

dans le cas de l'*underwriting*, une activité qui n'est pas au cœur des activités d'un gestionnaire d'actifs. Mais les raisons pour lesquelles l'innovation paie sont transférables. L'hypothèse émise à la suite de l'analyse soignée des données est que l'innovation paie parce qu'elle va de pair avec l'accumulation de compétences et que c'est ce processus d'accumulation qui est au bout du compte la source d'avantages concurrentiels. Cette démonstration du pouvoir du savoir ne peut qu'apporter de l'eau au moulin des supporters de FAME.

Les quelques études revues ici illustrent de manière non exhaustive les résultats d'une activité de recherche intense conduite dans nos universités sous l'égide de FAME en partenariat avec des chercheurs du monde entier mais en particulier ceux travaillant dans l'orbite du NCCR FinRisk. Nous sommes fiers dans ce contexte d'annoncer que nous nous rapprochons à grands pas de la centième étude originale publiée dans nos *FAME Research papers* et de souligner que le tissu universitaire léma-

cœur de la gestion de fortune

de la gouvernance de ses entreprises. Message important aussi pour l'analyste, le gestionnaire et le stratège. Pour l'analyste, les études survolées par Guido Bolliger et Manuel Kast d'une part, Pascal Dumontier de l'autre, montrent la nécessité de bien mettre en contexte les prévisions sur les bénéfices et d'insister sur la qualité de l'information comptable. Ce sont en tout cas deux leçons que l'on peut tirer du paradoxe qui voit

les investisseurs proposer des modes de rémunération aux dirigeants des entreprises dont ils sont propriétaires, modes de rémunération qui incitent ces dirigeants à manipuler les analystes, auteurs des recommandations sur la base desquelles les investisseurs fondent leurs décisions! Pour le gestionnaire, les études démontrant l'existence d'un lien solide entre les rendements boursiers et la qualité de la gouvernance sont

des actionnaires, par exemple pour œuvrer à mettre fin au paradoxe évoqué plus haut ou pour assurer l'efficacité des conseils d'administration (*lire le survol rédigé par Dusan Isakov en page 30*).

Pour le stratège, la leçon la plus marquante est sans doute celle contenue dans les travaux d'Enrique Schroth: en finance, l'innovation paie, même en l'absence de protection par les brevets. Certes, la démonstration est faite

nique s'est enrichi de l'apport de sept nouveaux professeurs de finance nommés dans les trois dernières années. Une augmentation non triviale de notre stock de matière grise à disposition de nos étudiants et de nos doctorants et qui devrait à terme être la source de nouveaux avantages concurrentiels pour l'industrie. ■

* Professeur, Ecole des HEC de l'Université de Lausanne et directeur du Centre international FAME.