

Gouvernance

ESG

GOVERNANCE COMPORTEMENTALE : VIVE LES CEO ANTI-STARS !

- En accord avec la très grande majorité des investisseurs, nous estimons que la qualité du top management joue un rôle primordial dans le succès des sociétés à long terme. Toutefois, cette "qualité" reste difficile à mesurer. De plus, un nombre très important de sociétés ont connu de longues séries de succès avant d'entamer une lente descente en enfer sans avoir changé de top management et alors que ce dernier était considéré comme exemplaire.
- Diverses analyses récentes des succès véritablement durables et des retournements de situations défavorables aux actionnaires font ressortir en particulier deux facteurs explicatifs : la personnalité du CEO et sa relation à l'entreprise. Si l'analyse psychologique d'un CEO est difficilement faisable pour un investisseur, des outils tels que la Finance Comportementale permettent de valider certains traits de personnalité et les biais qui en découlent. De la même façon, le succès ou l'échec d'une société dépend de la qualité de son Board dont le rôle, entre autres, est de s'assurer que le CEO ne trahisse pas son mandat. Pourtant, le fonctionnement du Board est très influencé par des dynamiques de groupe dont les dérives peuvent l'amener à divers manquements.
- Afin d'analyser les CEO et les Boards de près de 130 sociétés, nous avons développé une méthode s'appuyant sur les principaux apports de la finance comportementale. Notre analyse favorise très nettement les CEO Anti-stars.
- La double prise en compte de nos recommandations "CEO Anti-stars" et nos recommandations financières nous conduit à privilégier en particulier 5 valeurs : L'Oréal (Achat, TP 80 €), Axa (Achat, TP 21 €), Vinci (Achat, TP 45.5 €), Roche (Achat, TP 190 CHF) et Michelin (Achat, TP 60 €).

Décembre 2009

Sébastien Thevoux
Tel +33.1.44.51.84.31
E-mail : sthevoux@oddo.fr

Jean-Philippe Desmartin
Tel +33.1.44.51.81.89
E-mail : jpdesmartin@oddo.fr

Léa Sombret Nardelli
Tel +33.1.44.51.83.24
E-mail : lsombret@oddo.fr

"I can calculate the movement of the stars, but not the madness of men."

Isaac Newton

"To trace something unknown back to something known is alleviating, soothing, gratifying and gives moreover a feeling of power. Danger, disquiet, anxiety attend the unknown – the first instinct is to eliminate these distressing states. First principle: any explanation is better than none... The cause-creating drive is thus conditioned and excited by the feeling of fear ..."

Friedrich Nietzsche

Sommaire

▶ Comment valider la qualité du management ?	5
▶ Humilité et volonté : conditions du succès durable ! "From good to Great": le graal du leadership	7
▶ Leçons de finance comportementale et gouvernance Biais individuels et dérives des CEO Super-stars Biais collectifs : cause des dérives de certains Boards ?	12
▶ Méthodologie et résultats de l'étude Anti-Stars Présentation du modèle CEO Anti-stars	25
▶ Annexe 1 – Détails des résultats Scoring Individuel CEO Anti-stars	29
▶ Annexe 2 - Détails des résultats Scoring Collectif CEO Anti-stars	30

COMMENT VALIDER LA QUALITE DU MANAGEMENT ?

La Finance Comportementale : outil pour valider ou invalider la qualité du management

La Corporate Gouvernance, outil de mesure pour appréhender les biais collectifs

Bien qu'il ne faut pas attribuer exclusivement le succès des sociétés à la qualité des dirigeants, une abondante littérature académique impute une très large part du *succès à long terme* des sociétés à leur CEO et à la qualité de leur mode de management. Paradoxalement, l'histoire boursière est aussi jonchée de débâcles de sociétés ayant été pourtant portées aux nues préalablement pour la très grande qualité de leur management. Pour résoudre ce paradoxe de la persistance dans le succès ou de sa rupture liées au management, nous estimons que la personnalité du CEO est le principal facteur explicatif. Dès lors, afin d'analyser les caractères des CEO et leurs conséquences en termes de management, la finance comportementale appliquée aux dirigeants offre un cadre d'analyse très utile, selon nous.

L'objet de cette étude est donc d'analyser deux des principaux moteurs de la performance durable des entreprises : la qualité du management et la gouvernance d'entreprise, en se focalisant particulièrement sur les biais psychologiques des dirigeants et de leurs instances de contrôle. Pour aborder cette question, notre étude s'intéresse à deux aspects de la finance comportementale : les biais individuels des dirigeants d'entreprise et les biais collectifs inhérents à toute organisation. Cette seconde composante est importante car l'organisation du pouvoir et des contre-pouvoirs permet de réduire a priori les risques associés aux biais individuels et collectifs. Ce rapport propose d'analyser, sous ce prisme, les biais individuels des CEO et les biais collectifs des 130 principales sociétés européennes. Pour des raisons développées dans l'étude, nous retenons deux grandes catégories de CEO : les Anti-stars et les Super-stars, ces derniers constituant généralement un risque pour les performances de long terme des sociétés. Dans le cadre de cette étude, nous nous pencherons plus particulièrement sur les Anti-stars.

S'inspirant de diverses études académiques, nous utilisons pour cela un modèle de scoring dont les principales composantes et pondérations sont :

SYNTHESE MODELE DE SCORING CEO ANTI-STARs

Modèle	Pondération
CEO issu de promotion interne	8.0%
Nombre de sociétés autres pour lesquelles le CEO a travaillé sur les 15 dernières années	5.0%
Nombre d'années d'ancienneté dans la firme	7.0%
Nombre de boards externes et actifs où siège le CEO	10.0%
Nombre de connexions réseaux auprès de ses pairs des autres sociétés	5.0%
Nombre de fois où le nom du CEO a été mentionné dans la presse sur les 20 dernières années	5.0%
Idem ci-dessus mais redressé de la taille de l'entreprise	10.0%
Score individuel du CEO	50.0%
Score global Corporate Gouvernance 2009 Oddo	3.0%
Score global Corporate Gouvernance 2008 Oddo	2.0%
Expérience et indépendance du Conseil d'Administration	10.0%
Indépendance des comités (audit, rémunérations, nominations, ...)	5.0%
Séparation des fonctions	12.0%
Qualité et préparation de la succession	10.0%
Transparence globale	3.0%
Score collectif Conseil d'Administration	45.0%
Score qualitatif	5.0%
Score Anti-star	100.0%

À partir des 130 sociétés de notre échantillon, nous ne retenons que les vingt premiers CEO ayant les meilleurs scores et dont la liste est :

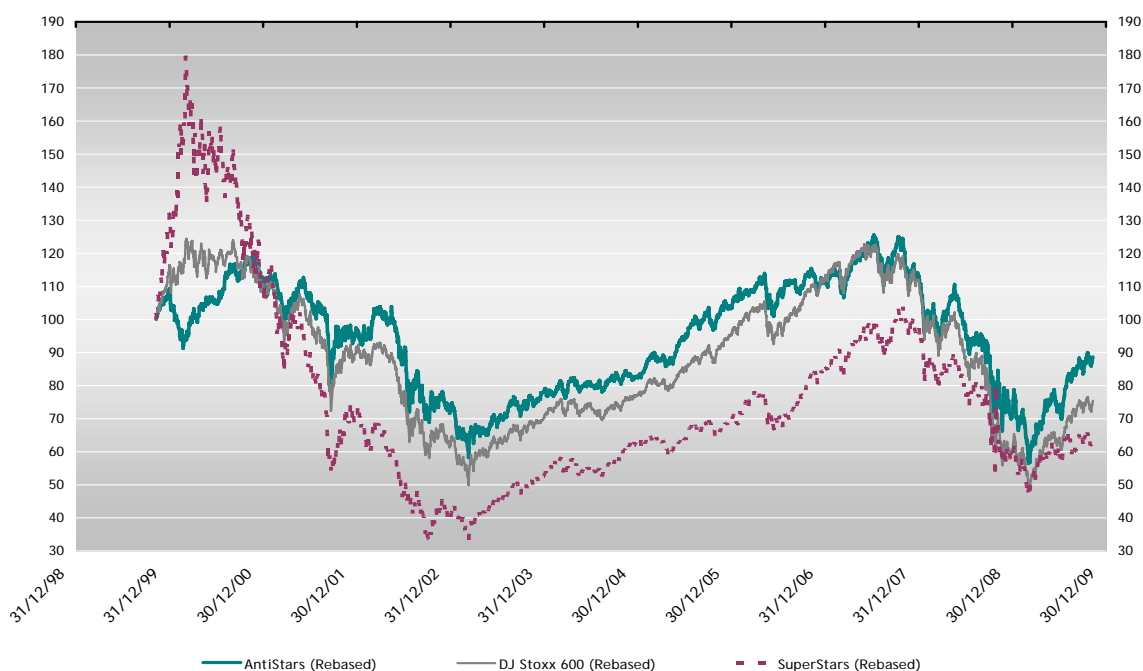
SYNTHESE SCORING ANTI-STAR, RECO.CG ET FI. ET TARGET PRICES ASSOCIÉS

Société	CEO	Rang	Score total	Reco. Gouvernance	Reco. Financière	Objectif de cours
Swiss Re	Stefan Lippe	1	84.5	Opportunité	Non suivi	Non suivi
GSK	Andrew Witty	2	79.8	Opportunité forte	Alléger	1145 p
BP	Tony Hayward	3	79.3	Opportunité forte	Accumuler	635 p
CRH	Myles Lee	4	79.3	Opportunité forte	Non suivi	Non suivi
L'Oréal	Jean-Paul Agon	5	78.3	Opportunité forte	Achat	80 €
Axa	Henri de Castries	6	77.3	Opportunité forte	Achat	21 €
H&M	Karl-Johan Persson	7	77.2	Opportunité	Accumuler	442 SK
Schneider	Jean-Pascal Tricoire	8	76.8	Opportunité	Accumuler	81 €
BHP Billiton	Marius Kloppers	9	76.6	Opportunité forte	Accumuler	1800 p
Saint Gobain	Pierre-André de Chalendar	10	76.5	Opportunité	Accumuler	41 e
Royal Dutch Shell	Peter Voser	11	75.6	Opportunité	Accumuler	2050 p
Vinci	Xavier Huillard	12	75.2	Opportunité	Achat	45.5 €
HSBC	Michael Geoghegan	13	74.3	Opportunité	Non suivi	Non suivi
Roche	Severin Schwan	14	73.0	Opportunité	Achat	190 CHF
Holcim	Markus Akermann	15	72.9	Opportunité	Alléger	65 CHF
Michelin	Michel Rollier	16	72.6	Opportunité	Achat	60 €
Beiersdorf	Thomas Bernd Quaas	17	72.5	Risque modéré	Alléger	37 €
Reckitt Benckiser	Bart Becht	18	72.4	Opportunité forte	Accumuler	3000 p
Lafarge	Bruno Lafont	19	71.8	Opportunité	Accumuler	55 €
Vodafone	Vittorio Colao	20	70.9	Opportunité forte	Alléger	135 p

TABEAU 2 SOURCE : ODDO SECURITIES

Bien que les performances passées ne garantissent en rien les performances futures, nous relevons une surperformance cumulée des sociétés Anti-stars qui s'établit à 24.8 points contre les sociétés Super-stars et à 13.28 points contre le DJ Stoxx 600 sur dix ans. Cette conclusion est similaire sur les périodes de 3 et 5 ans.

PERFORMANCES DES ANTI-STARS VS SUPER-STARS VS DJ STOXX600 SUR 10 ANS



GRAPHE 3 SOURCE : ODDO SECURITIES

HUMILITE ET VOLONTE : CONDITIONS DU SUCCES DURABLE !

"From good to Great": le graal du leadership

La question du style de management idéal pour assurer le succès d'une entreprise dans la durée est récurrente car aucune réponse simple n'existe face à la complexité des éléments qui la sous-tend. Pourtant, la majorité des investisseurs reconnaît volontiers que cette question est centrale dans l'analyse des opportunités d'investissements de moyen ou long terme qui se présentent à eux. En effet, et en dehors du hasard, qui d'autre que l'équipe dirigeante d'une entreprise peut déterminer son succès dans la durée ?

Quel est le portrait type du CEO porteur de succès ?

Évidemment, nous ne pensons pas qu'il existe un type particulier de CEO dont le profil psychologique, en plus de certaines compétences, permettrait a priori d'assurer le succès durable d'une entreprise. Toutefois, nous avons cherché à identifier quels sont les traits de caractère communs à la majorité des CEO ayant porté leur entreprise au plus haut niveau de succès.

➤ Le CEO de niveau 5 semble être le meilleur garant du succès durable

Parmi les ouvrages de management, plusieurs sont de l'auteur américain Jim Collins, véritable expert des sociétés ultra performantes. Son livre "From good to great" fait figure de référence incontournable en la matière. Sorti en 2001, il figure toujours dans les meilleures ventes d'ouvrages de management dédiés au "leadership".

Partant d'un échantillon de 1 435 sociétés, Jim Collins a cherché à identifier quels sont les facteurs clés de succès que l'on retrouve dans toutes les sociétés figurant dans le peloton de tête au sein d'un secteur, et sur la base des performances financières et boursières.

Parmi les sociétés "exceptionnelles" (*Great*) de chacun des secteurs, Jim Collins identifie un facteur commun : un CEO de niveau 5. Cette appellation désigne les CEO qui, en plus des quatre qualités généralement considérées comme nécessaires pour être un excellent manager, réussissent à ajouter un cinquième niveau de qualité. Ce dernier est composé principalement de l'association duale et contradictoire d'humilité personnelle et d'ambition professionnelle, de modestie individuelle et de volontarisme collectif. La différence fondamentale avec les autres catégories est que ces CEO font toujours passer l'intérêt de leur entreprise avant leur propre intérêt. Pour ceux de niveau 4 en revanche, leur départ est souvent synonyme de rupture pour la société car le succès reposait uniquement sur eux. Une autre caractéristique des CEO de niveau 5 est de fuir les médias et de ne donner que peu ou pas d'interview.

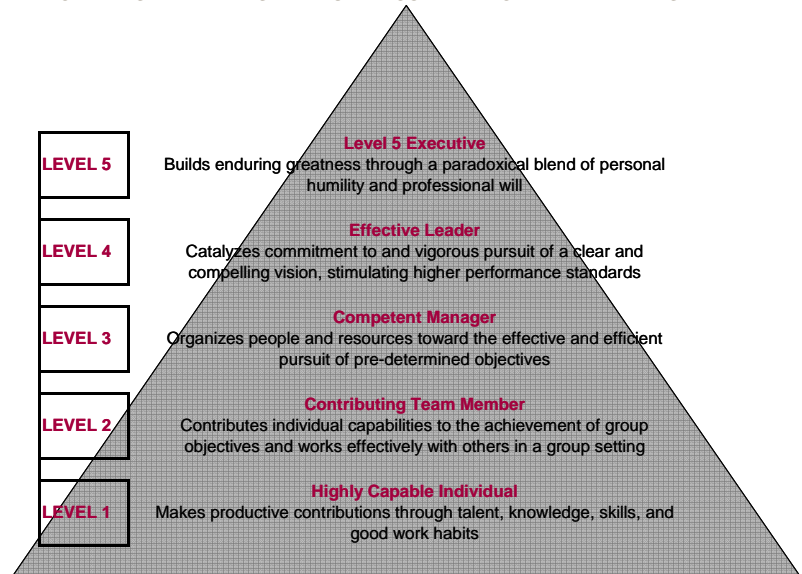
Faire passer l'intérêt de l'entreprise avant son propre intérêt

Fuir les médias, garant du succès durable ?

*Les CEO de niveau 5
sont généralement issus
du sérail de l'entreprise*

Dans cet ouvrage, Jim Collins rapporte l'histoire de James Stockdale, le militaire américain le plus gradé à avoir été capturé durant la guerre du Vietnam. Durant ses sept années de captivité, Stockdale a dû subir des actes de torture à répétition. Une fois libéré, il expliqua que ce qui le sauva fût son état d'esprit. Il expliqua qu'il ne perdit jamais l'espoir d'être libéré à terme, mais qu'il acceptait avec résignation, voire fatalisme, un quotidien sordide qu'il ne pouvait pas influencer. Pour Jim Collins, la personnalité de Stockdale se caractérise par l'association paradoxale d'une confiance inébranlable et d'un réalisme patient. Selon lui, James Stockdale avait le caractère d'un CEO de niveau 5.

HIERARCHIE DES DIFFERENTS NIVEAUX DE COMPETENCE ET DE LEADERSHIP



GRAPHE 4 SOURCE : JIM COLLINS

*Une organisation
sérieuse et efficace de
sa succession : preuve
de l'engagement du CEO
pour sa société*

L'un des enseignements de Collins est qu'il n'est pas nécessaire, voire vivement déconseillé, de faire appel à un CEO recruté en externe pour pérenniser la performance "exceptionnelle". L'écrasante majorité des CEO de niveau 5 identifiés par Collins sont issus du sérail de l'entreprise. De plus, ils appartiennent radicalement à la catégorie des "team players". L'analyse de leurs discours et de ceux des dirigeants "normaux" montre un usage beaucoup plus limité du "Je" et, au contraire, un emploi bien plus grand du "nous". Par ailleurs, ces mêmes CEO étaient les premiers à préparer sérieusement et efficacement leur succession. En effet, soucieux d'assurer à leur entreprise un succès durable, ils ne pouvaient pas se permettre de ne pas désamorcer le risque que représente la dépendance de l'entreprise vis-à-vis d'eux. Ce critère est le signal objectif d'une préoccupation portée prioritairement à l'entreprise.

Enfin, et dans le cadre des entretiens passés par Collins avec ces CEO, le rôle de la chance est souvent évoqué. Les CEO de niveau 5 ont tendance à attribuer les succès de l'entreprise aux employés ou à la chance alors qu'ils sont capables de dire assez précisément quelles sont les causes de l'échec d'un projet. Ils réussissent à reconnaître le rôle du hasard dans la vie des affaires, mais ils refusent de justifier leurs difficultés par la malchance et cherchent à comprendre précisément ce qui a mal tourné.

L'analyse des échecs apporte aussi un éclairage très utile

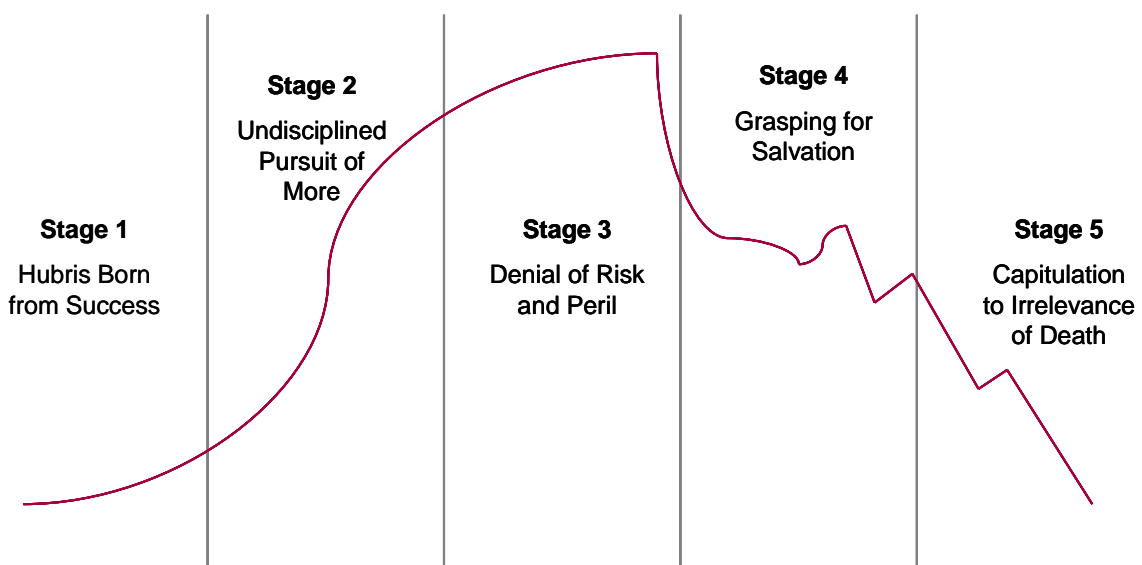
Le dernier opus de Collins traite des retournements de fortune de sociétés ayant été historiquement très performantes, mais dont le déclin semble soudain impossible à enrayer.

➤ Lorsque le succès engendre l'échec...

Assez logiquement, Jim Collins identifie dans son dernier livre (*When the mighty fall*, 2009) que l'une des causes des déroutes industrielles est la fierté mal placée de dirigeants de l'entreprise concernée.

Dans la séquence qui conduit à l'accident, l'entreprise enregistre d'abord une succession de succès que le management attribue consciemment ou non à ses qualités remarquables. L'effet grisant du succès les amène ensuite à prendre de nouveaux risques dans des domaines qu'ils ne maîtrisent pas encore. Il s'agit ici de l'abandon progressif de discipline, qui est souvent suivi du déni des risques encourus. Dès 1996, ce constat avait mené le patron d'Intel, Andy Grove, à revendiquer une culture de la paranoïa pour son organisation car, pour lui, le pire ennemi de chacun est à chercher en soi.

LES CINQ GRANDES ETAPES MENANT AU DECLIN



GRAPHE 5 SOURCE : JIM COLLINS

Attention aux egos et aux fiertés mal placées

Sur ce registre, les exemples sont nombreux et, chaque fois, il est gênant de voir des dirigeants encensés dans la presse économique passer précipitamment du pied d'estale au pilori. Sorte d'autopsie du problème, un rapport d'UBS, sorti en avril 2008, et destiné à ses actionnaires, décrit très précisément l'ensemble des étapes ayant conduit à son fiasco. La première remonte à 2004, période pendant laquelle UBS fait partie des banques ressortant de la crise de 2001 – 2003 plus fortes que ses concurrentes. Fort de ce succès, le management d'UBS a rapidement fait preuve d'une prétention mal placée en identifiant que la seule activité très profitable qui lui faisait défaut était notamment la titrisation de prêts hypothécaires douteux. Pour mesurer l'opportunité et trouver un positionnement de choix, UBS décide d'analyser deux concurrentes pour s'inspirer de leurs pratiques : Lehman Brothers et Bear Stearns. Nous connaissons la fin de l'histoire.

*Existe-il une malédiction
du gagnant ?*

➤ **Des signes avant-coureurs permettent d'anticiper la dérive**

Comme nous l'avons vu, trop de succès peut mener les entreprises à de cuisants échecs. Ce constat peut surprendre, mais ce phénomène existe sous différentes appellations dans de nombreux domaines. Aux États-Unis, au moins trois disciplines se prêtent à ce genre de réflexions :

- ▶ dans le domaine sportif, il existe la malédiction du "Sports Illustrated", qui postule que les athlètes qui apparaissent en couverture du journal "Sports Illustrated" ont des performances dégradées ;
- ▶ à Hollywood, les jeunes acteurs redoutent la "malédiction du Sophomore". Dans le système éducatif américain, les Sophomores sont les étudiants de deuxième année. Cette malédiction établit que le succès de très nombreux acteurs lors de leur premier rôle est suivi d'un cuisant échec lors de leur deuxième film ;
- ▶ enfin, Paul Samuelson identifia la "maladie du prix Nobel". D'après ce grand économiste, la qualité des travaux de recherche se dégrade après que leurs auteurs aient reçu le prix Nobel d'économie !

Ces phénomènes peuvent s'expliquer partiellement par un simple "retour à la moyenne". En effet, il est généralement difficile de distinguer à court terme le génie de la chance. Sur le plan sportif, cinématographique ou de la pensée, une période faste peut s'avérer non pérenne du fait d'être fondamentalement aléatoire.

Les CEO Super-stars sont-ils les CEO de tous les dangers ?

Une étude de Malmendier et Tate ("Superstar CEOs" d'avril 2008) cherche à mesurer les effets du statut de Super-star que certains CEO obtiennent. Ils mesurent le statut de Super-star par le nombre de prix décernés par la presse économique qu'ils ont reçus. En étudiant les caractéristiques de ces CEO devenus Super-star, les deux auteurs concluent notamment que :

- ▶ les entreprises de ces CEO voient leurs performances se dégrader et sous-performer lourdement leurs pairs sur les plans financier et boursier ;
- ▶ ces CEO réussissent à augmenter drastiquement leur rémunération sans pour autant le justifier par l'atteinte d'objectifs particuliers ;
- ▶ ces CEO ont une plus grande propension à s'adonner à des activités privées qui ne créent a priori pas de valeur pour leur entreprise (écrire un livre, jouer au golf, être au board de sociétés externes...) ;
- ▶ les CEO d'entreprises dotées d'une bonne gouvernance voient leur rémunération moins progresser et les performances de l'entreprise se dégrader moins fortement, une fois le statut de Super-star atteint.

*CEO Super-star et
gouvernance en retrait,
attention à la sous-
performance à venir ?!*

Fondée sur l'étude d'un échantillon très large d'entreprises issues de tous les secteurs, leur conclusion est sans appel : la couverture médiatique et les feux de la rampe semblent être fortement associés à une sous-performance à venir, lorsque la gouvernance de leur entreprise est défaillante.

En synthèse, le CEO idéal est un mouton à cinq pattes à la personnalité particulièrement complexe, voire schizophrénique. En effet, il doit à la fois se révéler manager schumpeterien (innovateur, impatient et flibustier) et manager weberien (prudent, patient et gestionnaire). La difficulté tient au fait que, pour atteindre les plus hauts niveaux de l'entreprise, le CEO doit souvent disposer de qualités incompatibles avec l'humilité. De plus, les Conseils d'Administration opèrent souvent leur choix avec l'hypothèse implicite qu'un bon CEO est un CEO hautement charismatique et très extraverti.

*"When the facts change,
I change my mind. What
do you do, sir?"
John M. Keynes*

*"Investors should never
get married to their
positions"
George Soros*

*"I have three precious
things which I hold fast
and prize. The first is
gentleness; the second
frugality; the third is
humility, which keeps me
from putting myself
before others. Be gentle
and you can be bold; be
frugal and you can be
liberal; avoid putting
yourself before others
and you can become a
leader among men."
Lao-Tzu*

Selon nous, il existe un parallèle entre les qualités requises pour devenir un grand CEO et un grand gérant de portefeuilles : en effet, alors que les enjeux sont potentiellement très importants, il faut pourtant réussir à se bâtir des convictions face à un environnement complexe, changeant et surtout très incertain. Il faut, ici, réussir à bien distinguer la conviction (toujours conditionnelle et généralement temporaire) et la certitude qui peut mener à la ruine si celle-ci s'avère erronée. D'après ses collaborateurs, George Soros est capable d'abandonner une forte conviction très rapidement si la situation l'exige, sans pour autant manifester des signes classiques de stress.

Une autre analogie peut être faite avec certains hommes politiques dont la vision et l'action ont radicalement changé leur époque. Au rang des défis politiques a priori insurmontables, nous rangeons la construction de l'Union Européenne parmi les grands exploits du siècle dernier. Malgré des siècles de guerres et de divisions, quelques hommes se mettent pourtant à imaginer au lendemain de la seconde guerre mondiale que cela est possible. Parmi les "pères" de l'Europe, Jean Monnet fût certainement le plus influent, à la fois maître d'ouvrage et maître d'œuvre. Sa méthode, s'il y en a une, est celle du bon sens, de la détermination et de la simplicité au service de son génie en matière de vision et de synthèse des problèmes. C'est une alchimie identifiable mais rarissime. C'est celle qui pousse à faire le bon geste au bon moment au bon endroit. Monnet avoue dans ses Mémoires que "sa méthode de travail transgresse les hiérarchies et bouscule les routines".

On lui attribue généralement la fameuse formule "Il y a dans le monde, deux catégories d'hommes : ceux qui veulent être quelqu'un et ceux qui veulent faire quelque chose". Jean Monnet précisait généralement qu'il avait choisi la deuxième parce qu'on y trouve "moins de concurrence" ! Cette différence fondamentale permet de distinguer ceux qui existent dans le regard des autres ("être quelqu'un") et ceux qui se construisent et se révèlent dans l'action ("faire quelque chose").

Dans cette logique et par souci de simplification, nous retenons dans le cadre de cette étude deux catégories de CEO : les Super-stars et les Anti-stars. Les premiers s'investissent dans leur entreprise essentiellement pour construire leur propre succès et satisfaire un ego surdimensionné, alors que les seconds se donnent corps et âme à leur entreprise pour lui assurer la plus grande réussite possible.

Pour Jean Monnet, l'ironie tient au fait que les hommes politiques (comme les CEO ?) ayant dépensé beaucoup de leurs forces pour arriver au plus haut niveau du pouvoir, perdent souvent toute imagination et toute concentration d'esprit devant l'étendue et la difficulté des problèmes à résoudre.

En conclusion, il semblerait que certains traits de personnalité des CEO soient plutôt source de succès durable (volontarisme sans borne et humilité) alors que d'autres peuvent entraîner une dérive dangereuse du management des sociétés (ambition personnelle et identification de la société à soi). Depuis près de vingt ans, l'analyse psychologique et comportementale des individus réputés rationnels a profondément enrichi la finance moderne. Nous proposons d'étudier quels sont les principaux enseignements de cette nouvelle discipline, la finance comportementale, aux domaines du leadership et de la corporate gouvernance.

LEÇONS DE FINANCE COMPORTEMENTALE ET GOUVERNANCE

Bien qu'on puisse attribuer ses origines à Herbert Simon dès 1957, l'histoire de la Finance Comportementale débute précisément à la fin des années 1960, alors que les deux psychologues à l'université de Jérusalem, Daniel Kahneman et Amos Tversky, réfléchissent, à la demande d'instructeurs de l'armée de l'air israélienne, sur la meilleure façon de motiver les jeunes pilotes à l'entraînement. À l'époque, les instructeurs s'élevaient notamment contre la sagesse populaire qui prétend que l'encouragement donne de meilleurs résultats que la punition.

Ils avaient en effet remarqué que les pilotes qui se faisaient réprimander après un mauvais vol s'amélioraient la fois suivante et inversement. Pour eux, le lien de cause à effet était évident et la conclusion aussi. En fait, ils ignoraient (ou oubliaient d'appliquer) le concept statistique élémentaire de retour à la moyenne. Quand quelqu'un réalise une performance très en dessous de son niveau, la probabilité qu'il s'améliore au prochain coup est très importante. Et inversement, celui qui a réussi exceptionnellement bien a de grandes chances de moins bien réussir la fois suivante. Cela ne veut pas dire que la conclusion des instructeurs soit nécessairement fautive ; il faudrait faire des tests pour s'en assurer. Ce qui est plus vraisemblable, en revanche, c'est que le raisonnement qui les a conduits à cette conclusion est fallacieux : les faits observés peuvent très bien s'expliquer sans faire intervenir les méthodes de motivation.

*Changement de
paradigme au pays des
agents rationnels*

C'est à partir de ce moment que les deux chercheurs n'ont plus cessé de s'intéresser aux "heuristiques" de jugement, c'est-à-dire aux règles non écrites qui permettent aux individus de se faire un avis rapidement et de prendre une décision. Alors que la théorie économique postule que l'individu est avant tout rationnel, les expériences des psychologues montrent, qu'au contraire, ses décisions sont constamment biaisées par les émotions et par des raisonnements erronés. Pour leurs divers travaux, Kahneman et Tversky ont reçu en 2002 le prix Nobel d'économie.

La façon novatrice d'aborder les comportements économiques qu'ils ont initiés s'est diffusée durant la dernière décennie au domaine de la finance où la recherche dispose désormais d'un courant comportementaliste très dynamique. Si la finance comportementale permet notamment d'éclairer ce qui motive les décisions des investisseurs, nous estimons que les leçons de Kahneman et Tversky sont tout aussi pertinentes au sujet des dirigeants d'entreprise et les instances de contrôle (Conseil d'Administration ou Conseil de Surveillance) qui les encadrent.

	Erreurs Individuelles	Erreurs collectives
Erreurs cognitives	ancrage mental, attribution, croyances, défaut d'attention, compartimentation mentale, dissonance cognitive, habitude, heuristique, irrationalité, surcharge cognitive, heuristique, cadrage, petits nombres	anticipations "rationnelles" (rétroactions positives), apprentissage social, cascades, consensus, croyances communes, mimes, mimétisme, paradigmes, percolation.
Erreurs émotionnelles	addiction, peur, attentes magiques, attentisme, aversion pour la perte / le regret, cupidité, effet d'héritage, fierté, pensée magique, excès de confiance, sur-optimisme,	contagion, conformisme, effet de troupeau, hystérie collective, lubies collectives, modes, pression des pairs

TABLEAU 6 SOURCE : ODDO SECURITIES

Le tableau ci-dessous reprend les principaux biais utilisés en Finance Comportementale pour expliquer les prises de décision "irrationnelles" des agents. Dans cette partie, nous proposons d'étudier les principaux biais et décrire certaines "bonnes pratiques" permettant de les éviter.

Biais individuels et dérives des CEO Super-stars

Forte de près de deux décennies de recherche académique, la Finance Comportementale affiche désormais une batterie impressionnante de biais psychologiques. Dans le cadre de notre analyse, nous retenons les deux principaux biais individuels que sont l'aversion aux risques et aux pertes, d'une part, et l'excès de confiance en soi d'autre part.

L'aversion aux risques et aux pertes rend irrationnel !

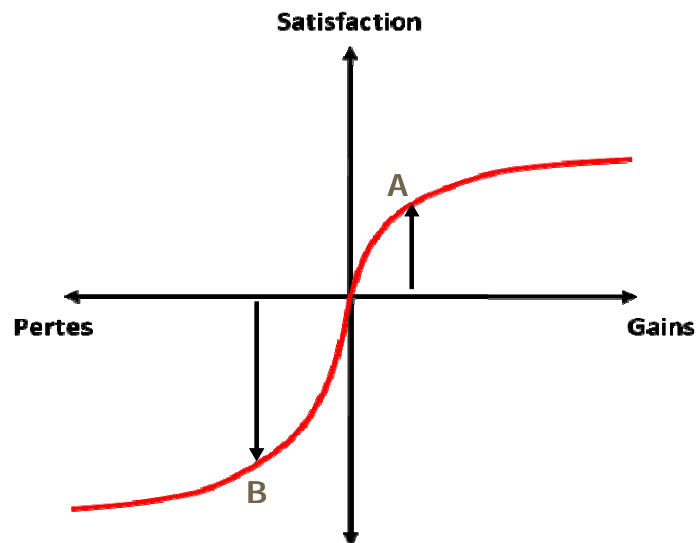
➤ Les fonctions d'utilité n'existent que dans les livres théoriques

La plupart des modèles théoriques classiques suppose que les investisseurs effectuent leurs préférences et évaluent les alternatives risquées en se référant au concept de l'utilité espérée. Ce concept a été généralement accepté comme modèle normatif de choix rationnels et appliqué comme modèle descriptif du comportement économique. Dès 1979, Kahneman et Tversky ont introduit une théorie alternative de choix en situation d'incertitude appelée "théorie des perspectives" (prospect theory) dans le but de remplacer le paradigme d'utilité espérée.

La théorie des perspectives modifie la théorie d'utilité espérée dans deux domaines et conduit à des prédictions liées à l'aversion à la perte de l'investisseur. Premièrement, l'utilité de l'investisseur est supposée être une fonction des gains et des pertes relative à un référentiel, plutôt que fonction de la richesse absolue. Deuxièmement, alors que les fonctions d'utilité standards sont concaves, qu'il s'agit d'une situation de gain ou de perte, la théorie des perspectives suppose que les fonctions d'utilité sont concaves pour les gains et convexes pour les pertes. La théorie des perspectives suggère donc que les individus répondent différemment à des situations équivalentes, selon qu'il s'agit d'un contexte de gain ou de perte.

Les gains et les pertes ne sont pas perçus de façon simplement et linéairement opposée

ILLUSTRATION GRAPHIQUE DE LA THEORIE DES PERSPECTIVES



GRAPHE 7 | SOURCES : KAHNEMAN ET TVERSKY, ODDO SECURITIES

De façon schématique, ce graphique illustre, qu'au-delà d'un certain seuil A, l'incrément de gain est de moins en moins satisfaisant pour un individu (courbe concave en haut à droite). A contrario, des gains latents en recul provoquent un désagrément croissant et disproportionné au fur et à mesure que l'on s'approche puis dépasse le seuil des pertes latentes (forme convexe en bas à gauche). Toutefois, ce phénomène s'estompe une fois un certain seuil franchi (B). En effet, l'investisseur qui a perdu 80% de son investissement initial est curieusement moins sensible à une baisse supplémentaire de 50% des titres qu'il détient dans la mesure où sa perte totale ne "passe ensuite que de 80 à 90%" !! Le lecteur attentif relèvera que la distance de l'axe des abscisses est à une plus grande distance du point B que du point A. Ceci traduit la plus grande aversion de l'investisseur à perdre une certaine somme que son plaisir à la gagner. Différentes études tendent à montrer que ce désagrément est au moins deux fois supérieur au plaisir pour une somme fixe.

La stratégie de quitte ou double finit souvent en roulette russe !

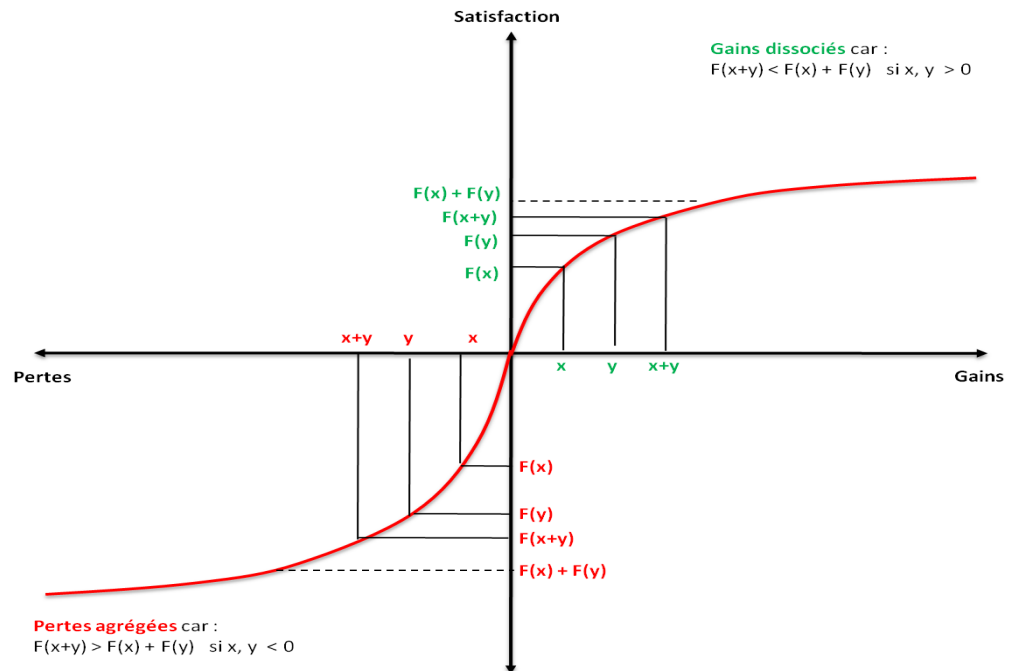
➤ **L'aversion aux pertes peut avoir de terribles conséquences**

Une conséquence fâcheuse de cette asymétrie est que les individus sont disposés à prendre beaucoup plus de risques pour éviter des pertes plutôt que pour réaliser des gains. C'est généralement ce qui amène certains traders fous à rentrer dans une logique destructrice du "quitte ou double" (cf. Nick Leeson ou Jérôme Kerviel). Dans les cas de CEO, l'histoire montre que certains n'ont pas hésité à faire de la fraude comptable pour éviter d'admettre certaines erreurs de management dont les répercussions commençaient à apparaître dans les comptes. L'aversion à la perte explique aussi pourquoi les investisseurs ont tendance à conserver les titres perdants très longtemps par rapport à ceux qui réalisent des gains. L'analogie se vérifie aussi pour les CEO qui n'arrivent pas à se décider à vendre une division qui perd structurellement de l'argent ou qui n'est plus au cœur de la stratégie. Généralement, la valeur de cession est sensiblement inférieure à la valeur théorique que ces CEO ont gravé dans leur mémoire (prix de revient). Le comportement différencié vis-à-vis des opérations en gains et en pertes est aussi connu sous le nom d'effet de disposition.

➤ **Les biais ont tendance à se combiner les uns avec les autres**

L'aversion à la perte peut se combiner avec un autre biais important dans la finance comportementale, à savoir le cadrage hédonique.

THEORIE DES PERSPECTIVES REVISITEE PAR LE CADRAGE HEDONIQUE



GRAPHE 8 SOURCES : KAHNEMAN ET TVERSKY, ODDO SECURITIES

Introduit par Richard Thaler en 1985, le cadre hédonique indique que les investisseurs déploient des stratégies sous-optimales afin de mieux profiter psychologiquement de leurs gains et moins souffrir de leurs pertes en les traitant de façon différenciée. De fait, les investisseurs préfèrent, toutes choses égales par ailleurs, regrouper leurs pertes dans le temps $[F(x+y)]$ et étaler leurs gains $[F(x) + F(y)]$. Du fait des formes concaves des gains et convexes des pertes, il est préférable en effet de ne pas retenir un même traitement puisque dans les deux cas, $F(x+y) \leq F(x) + F(y)$.

En Bourse, les marchés baissent beaucoup plus vite qu'ils ne montent !

Ce phénomène explique en partie le dicton boursier stipulant que les marchés baissent beaucoup plus vite qu'ils ne montent. En effet, lorsqu'un mouvement baissier est enclenché et atteint un certain niveau, il existe un très grand nombre d'investisseurs dont le désagrément est trop important pour qu'ils ne cherchent pas à "couper" leurs pertes sur plusieurs lignes en même temps. A contrario, lorsque le marché est haussier, les investisseurs ne sont pas pressés de prendre leurs bénéfices et ont tendance à étaler leurs ventes dans la durée. Dans le monde de l'entreprise, ce biais prendrait la forme d'annonces négatives à la fois nombreuses et simultanées lorsque les choses vont vraiment mal : le CEO "charge la barque" de façon à provisionner un maximum de risques et faire table rase du passé. A contrario, lorsque tout va bien, les dirigeants égrennent les bonnes nouvelles de façon à avoir toujours quelque chose de positif sur lequel communiquer.

➤ **Quels sont les diagnostics et les remèdes à cette aversion irrationnelle au risque chez les agents économiques ?**

Plusieurs auteurs ont essayé de trouver des repères au biais de l'aversion aux pertes. Voici quelques traits trahissant une forte aversion au risque :

- L'investisseur peut conserver des positions perdantes quasi indéfiniment en portefeuille sans pour autant croire en leur potentiel de redressement. Paradoxalement, il n'y croit plus, mais il conserve quand même un espoir.

- L'investisseur rechigne à investir dans des placements risqués même si l'espérance de gains est nettement positive seulement parce qu'il y a possibilité de perdre. Par exemple, l'investisseur est tenté de refuser un placement qui offre 50% de chance de gagner 100 euros et 50% de chance de perdre 60 euros, pourtant l'espérance de gain est de 20 euros.
- Il pense que la meilleure façon de gagner en Bourse est de ne jamais perdre d'argent sur aucun titre.
- Il aime se renforcer quand l'un de ses titres baisse de manière à pouvoir remettre plus vite "les compteurs à zéro".
- Il a remarqué que dès qu'il vend un titre, son cours progressait !

La correspondance de ce qui précède pour les CEO est l'incapacité à céder une activité "historique" du groupe alors que celle-ci ne dégage pas de performances économiques satisfaisantes. De la même façon, les CEO préfèrent beaucoup trop souvent acquérir d'autres sociétés très chères lorsque tout va bien (probabilités de gain défavorables) et passent leur tour lorsque ces sociétés affichent des décotes substantielles lorsque la conjoncture est morose (probabilités de gains favorables avec le rebond de l'économie).

*En Bourse, connais-toi
toi-même et le marché
t'aidera*

Afin de corriger ce biais, les investisseurs comme les CEO peuvent essayer quelques techniques comme :

- Se focaliser sur l'espérance de gain (et non sur le risque de perte) car c'est le seul critère qui a, a priori, de l'importance pour l'investisseur ou le dirigeant d'une entreprise dans son évaluation d'opportunités.
- Garder à l'esprit l'objectif de réaliser la meilleure performance globale et non pas de réussir le tour de force de ne jamais perdre d'argent. Pour les entreprises, il faut beaucoup d'essais non concluants avant de transformer une opportunité en innovation.
- Ne jamais oublier qu'il y a un coût d'opportunité à conserver des titres perdants en portefeuille ou des activités peu rentables dans son périmètre de consolidation, quand bien même ceci paraît marginal
- En notant scrupuleusement les performances des titres que les investisseurs conservent en portefeuille, celles des titres qu'ils ont vendus et celles des titres qu'ils auraient aimé acheter s'ils avaient eu la trésorerie adéquate. Cela leur montrera de manière concrète ce que leur coûte l'effet de disposition. Une logique similaire peut (doit ?) être appliquée par les CEO ou les CFO.

L'une des clés pour éviter de sombrer dans les pièges de sa propre perception biaisée des choses est de mettre par écrit les raisonnements et les anticipations que l'on formule à un moment donné de façon à éviter de "refaire" l'histoire après coup, lorsque les faits se sont déjà déroulés. C'est l'une des raisons justifiant d'avoir une réelle séparation des fonctions de Président et de Directeur Général dans la mesure où celle-ci permet un contre-pouvoir assurant un plus grand respect de la vérité.

Selon nous, le risque d'aversion au risque et aux pertes est particulièrement développé chez les CEO Super-stars dont la réputation et la médiatisation ne peuvent s'accommoder d'un échec à court terme, même s'il s'agit du prix à payer pour une réussite à long terme.

L'excès de confiance est omniprésent dans les décisions que nous prenons

À la question de savoir si l'on conduit en voiture mieux, en moyenne, que ses concitoyens, 80% des gens répondent positivement. Par construction, au moins 30% de ces personnes ont tort ! Outre le fait que cette réponse se vérifie indépendamment du pays et de l'époque, le plus étonnant est généralement la grande rapidité avec laquelle les gens répondent à cette question alors qu'il est très difficile de savoir avec précision quel est le niveau moyen des autres automobilistes. Face à ce penchant naturel, force est de constater que les investisseurs et les CEO sont logés à la même enseigne.

➤ **Me, Myself and I are the best of all !**

Des études récentes définissent l'investisseur excessivement confiant comme quelqu'un qui surévalue son habilité à analyser l'information ou à identifier la signification de plusieurs données ; il a tendance à surestimer la précision du signal de son information privée par rapport aux informations publiques reçues par l'ensemble des investisseurs.

Cet excès de confiance a, à la fois, un aspect direct et indirect :

- L'effet direct est lié au fait que les individus accordent beaucoup trop d'importance à l'information qu'ils collectent eux mêmes car ils ont tendance à surestimer sa précision du fait même de l'avoir retenue !
- L'effet indirect de l'excès de confiance se révèle, quant à lui, du fait que les individus filtrent l'information et biaisent leurs données de sorte que cela leur permet de ne pas changer d'avis et maintenir leur confiance. Ainsi, ils donnent un poids important à l'information qui est en accord avec leurs croyances existantes, ils sont portés vers le recueil des informations qui appuient leurs croyances et cachent aisément les informations qui ne le sont pas.

À l'aune de ces deux aspects, la population d'analystes sell-side semble être particulièrement en risque d'excès de confiance.

Une autre forme de cet excès de confiance se retrouve dans le phénomène appelé "biais d'attribution". En observant les conséquences de leurs actions, les individus attribuent les événements qui confirment leurs actions à leur habilité et celles qui réfutent leurs actions à du bruit statistique ; ils ont tendance à réprimer toute information conflictuelle avec leurs choix passés. De nombreuses expériences psychologiques indiquent que les investisseurs ont très souvent tendance à blâmer les facteurs externes en cas d'échec. En effet, l'excès de confiance de l'investisseur se nourrit d'une comptabilité différenciée de ses succès et ses échecs. L'investisseur se remémore facilement ses bonnes opérations et oublie volontiers ses échecs.

Ce constat est troublant car la pertinence ou la validité de telle ou telle idée d'investissement est relativement simple à évaluer, a posteriori et pour peu que l'investisseur ait pris la peine d'explicitier un horizon temporel pour son investissement. Soit elle génère un gain financier, soit elle génère une perte.

Appliqué au monde des dirigeants, ce type de biais est donc particulièrement difficile à contrôler car les résultats d'une stratégie ou d'une opération sont généralement beaucoup plus ambigus à interpréter. De plus, certains chercheurs montrent que l'évolution du niveau d'excès de confiance dépend de la fréquence et de la vitesse de la rétroaction (feed-back) que l'investisseur reçoit suite à ses opérations. Ainsi,

*Les analystes Sell-side
sont-ils en risque
d'excès de confiance ?
Oui !*

*“When the music stops,
in terms of liquidity,
things will be
complicated. But as long
as the music is playing,
you’ve got to get up and
dance. We’re still
dancing »*

Chuck Prince, CEO de
Citigroup, le 10 juillet 2007

lorsque la confrontation avec les faits est fréquente, immédiate et claire, l'investisseur peut se rendre compte rapidement de son excès de confiance et modifier ses jugements ; toutefois lorsque cette rétroaction est retardée, faible ou ambiguë ; l'excès de confiance persiste et n'est pas susceptible d'être modifié.

Pour conclure, ce biais optimiste peut se renforcer si le CEO ou l'investisseur connaît une longue période ininterrompue de succès, que celui-ci en soit responsable ou simplement l'heureux bénéficiaire compte tenu d'éléments qu'il ne contrôle pas. Ceci se révèle évidemment très dangereux en fin de cycle boursier ou économique car c'est le moment durant lequel les valorisations sont à la fois très élevées, y compris en termes de M&A, et avec le plus grand potentiel de révisions ultérieures à la baisse. Pourtant, et de façon quasi-systématique, la tentation d'être actifs, voire agressifs, est irrésistible pour le plus grand nombre. À ce titre, la fameuse citation du CEO de Citigroup deux semaines avant l'implosion du marché des Subprimes et des LBO restera dans les annales.

➤ **Quels sont les diagnostics et les remèdes à ce dangereux excès de confiance en soi ?**

De façon générale, l'investisseur ou le CEO est particulièrement sujet aux biais d'excès de confiance et d'optimisme si :

- il est persuadé d'être né sous une bonne étoile, ou au moins d'avoir toutes ses chances de réussir a priori (sentiment opposé au conseil d'Andy Grove d'Intel de toujours rester paranoïaque) ;
- il a constaté qu'il réussit mieux quand il écoute ses intuitions plutôt que les conseils des autres ; si cela peut avoir du sens pour un entrepreneur, cette approche est très risquée avec une taille d'entreprise croissante ;
- il suit ses propres règles en Bourse ou dans la gestion de l'entreprise, des règles non écrites qu'il aurait du mal à justifier ou expliquer explicitement ;
- il gère lui-même son portefeuille et il ne lui viendrait pas à l'idée de le faire gérer par quelqu'un d'autre ; pour sa part, le CEO préfère ne pas écouter l'opinion des autres car cela le déconcentre et il relativise les opinions contraires quand il a décidé d'investir ;
- il est sûr d'avoir fait mieux que le marché et que ses concurrents ces derniers temps, mais il ne connaît pas avec exactitude ni ses performances ni celles du marché ;
- il n'a qu'une seule source d'information, qu'il suit sans sourciller ;
- toujours se remémorer qu'une période de sous-performance est régulièrement inévitable, surtout après une surperformance sensible ; cela est aussi vrai pour les investissements boursiers que pour les investissements M&A ou dans des projets de diversification.

Si l'investisseur ou le CEO est atteint de ce travers comportemental, il pourra essayer de lutter contre ce biais :

- En auditant ses performances et en les comparant à celles du marché ou à un compartiment du marché comparable à son univers, de manière à mesurer combien cela lui coûte de continuer à gérer lui-même son patrimoine ou le patrimoine d'un autre. L'équivalent doit être appliqué par le CEO sur les performances relatives de son entreprise et sur ses propres performances en relatif aux autres CEO de son secteur.
- En relativisant ses succès à la lumière des performances du marché (quand un marché gagne 30% en un an, pratiquement tout le monde

De façon très paradoxale, les deux principaux biais individuels des CEO sont l'aversion aux risques et l'excès de confiance

accumule des plus-values). De la même façon, il était très facile de créer une start-up Internet à la fin des années 90.

- En tenant une comptabilité rigoureuse de ses réussites et de ses échecs.
- En passant ses opérations en Bourse seulement après avoir confronté ses raisonnements à la critique d'un autre investisseur. Il pourra pointer le doigt sur ses oublis et ses raccourcis intellectuels. Le CEO pourra se tourner vers le Président de son Conseil d'Administration.
- En multipliant et diversifiant ses sources d'information (analystes, brokers, presse spécialisée, consultants, ONG, syndicats...).

Bien que cela puisse paraître paradoxal, les deux principaux biais individuels que nous identifions au sujet des CEO sont bel et bien l'aversion aux risques (lorsque ces derniers valent la peine d'être pris) et l'excès de confiance et d'optimisme (lorsque celui-ci n'est pas fondé). En effet, dans le cas précis des CEO, il ne s'agit pas d'ôter toute confiance en soi mais bien d'éviter les dérapages associés à une mauvaise appréciation des probabilités, des difficultés futures et de ses propres facultés.

Biais collectifs : cause des dérives de certains Boards ?

Largement influencées par la façon dont elles sont amorcées, les dynamiques de groupe sont souvent imprévisibles et sous-optimales

Sorti en salle en 1957, "Douze hommes en colère" de Sidney Lumet est sans doute l'un des plus grands films du XX^e siècle (classé 7^{ème} dans l'IMDB). Pour les lecteurs qui ne le connaîtraient pas, ce film en huit cros relate le déroulement des délibérations d'un jury composé de douze hommes. Alors que la situation de départ voit onze des douze jurés être persuadés de la culpabilité de l'accusé, le dernier d'entre eux nourrit quelques doutes à ce sujet. Brillant orateur à la logique implacable, ce juré réussit à convaincre chacun des autres jurés, l'un après l'autre, de l'impossibilité morale à condamner l'accusé en l'état, et à l'exception d'un seul juré. Le génie du film ne repose pas tant sur la finesse ou l'originalité des arguments logiques du juré "paria" que sur sa capacité à faire prendre conscience aux autres jurés leurs propres limites et leurs biais psychologiques inconscients. Le véritable basculement du film ne s'opère pas, selon nous, au moment où la majorité se range à la position du juré récalcitrant, mais dès le moment où son scepticisme convainc un autre juré et démontre qu'il est possible de changer d'avis face à l'émergence d'une nouvelle lecture des faits.

Nous estimons que la dynamique de groupe à l'œuvre dans ce film est finalement très proche de celle de n'importe quel groupe de personnes amené à prendre une décision collégiale, y compris les Conseils d'Administration. De nombreuses failles dans le fonctionnement de ces Conseils d'Administration sont la résultante des dérives propres aux groupes. Cette question est importante car le rôle des Conseils d'Administration est notamment d'empêcher les dérives du CEO.

La pensée de groupe peut s'avérer stérile, voire dangereuse

La théorie voudrait que la pensée de groupe s'enrichisse des synergies résultant des échanges entre individus, l'expérience de chacun permettant de compléter l'expérience des autres. En pratique, trois facteurs conduisent ces synergies à devenir négatives. Tout d'abord, bien que les échanges entre individus génèrent des synergies positives pour les tâches intellectuelles, le

contraire se vérifie généralement pour les tâches relevant du jugement. Ensuite, les dynamiques de groupe mènent souvent à la polarisation et ses dérives, dès lors qu'on aborde des questions de risque. Enfin, les discussions du groupe procurent généralement à ses différents membres la sensation d'être plus efficaces qu'ils ne le sont en réalité.

La pensée de groupe et des politiques d'incitations financières asymétriques sont souvent parmi les principales causes des grands accidents industriels des dix dernières années (Enron, Lehman Brothers, Worldcom, Bear Stearns, ...).

➤ **Pas de fumée sans feu ? Cela dépend surtout de ses voisins !**

Dans le domaine de la pensée de groupe, une première expérience date de 1950 et fut réalisée par Asch, qui est l'un des tous premiers psychologues expérimentaux. Dans une salle d'attente, des complices sont assis. Le cobaye arrive ne sachant pas qu'il va être observé. De la fumée sort d'un soupirail. Le cobaye voit la fumée puis regarde les autres pour, sous leur regard, adapter sa réponse comportementale. Les autres qui sont tous complices de Asch continuent à lire et ne bougent pas. Étonnement, l'homme reste assis et accepte la pression sociale de conformité. Puis la fumée augmente, devenant de plus en plus âcre, sombre et sentant le brûlé. Il faut une très, très grosse fumée pour que l'homme se désolidarise du groupe et ait le culot de quitter la salle d'attente. Cette expérience illustre à quel point la pression sociale de conformité modifie nos décisions comportementales individuelles.

Cette pression est encore plus forte lorsque les individus sont habités par un sentiment d'appartenance au même milieu ou ayant de nombreuses références communes.

La pression sociale de conformité, un risque "Board" à intégrer

➤ **La soumission (inconsciente) à l'autorité est souvent plus forte que l'éthique ou la rationalité indépendante !**

Toujours dans le domaine de la pensée de groupe, une autre expérience a marqué son temps : celle de Stanley Milgram en 1961. Son principe est très simple : elle avait pour but de tester le degré de soumission de l'individu face à une autorité qu'il juge légitime. Pour cela, Milgram a passé une annonce pour engager des personnes à participer à une étude sur la mémoire.

L'expérience consistait à "corriger", lorsqu'il se trompait et à l'aide d'électrochoc, un individu attaché sur une chaise et lié à des électrodes. En réalité, l'expérimentateur (représentant l'autorité en vénérable blouse blanche) et l'élève qui doit apprendre (un comédien sanglé de fausses électrodes) sont complices. À chaque erreur commise, le cobaye doit envoyer une décharge électrique au faux élève qui fit mine de se tordre de douleur, alors qu'aucune décharge n'est véritablement administrée. La plupart des sujets obéissent à l'autorité qui les engage à augmenter progressivement les doses électriques. Le protocole est très clair entre Milgram et les comédiens : à 75 volts, le comédien se met à grogner puis, à partir de 120 volts, celui-ci commence à se plaindre oralement, à 150 volts, il demande à être libéré et à partir de 285 volts, celui-ci lance de véritables cris d'agonie. Le voltage maximal était de 450 volts. Avant de réaliser ses premières expériences, Milgram était persuadé que l'écrasante majorité des étudiants étudiés refuserait d'augmenter le voltage des décharges dès les premières douleurs physiques simulées par les comédiens. Or, 100% des personnes étudiées ont atteint au moins 135 volts. À 150 volts, seulement 20% des personnes cessent d'obéir à Milgram. Près de 80% des gens acceptent d'aller jusqu'à 285 volts, seuil à partir duquel les comédiens se mettent à hurler de douleur. Enfin, un peu plus de 60% ont obéi à Milgram jusqu'au niveau maximum des 450 volts.

Plus de la moitié des gens sont quasiment prêts à tuer une autre personne si quelqu'un de légitime leur demande !

Sur une longue période, les résultats de ces tests se sont révélés très stables sur un échantillon total de 600 personnes, indépendamment des classes sociales, du sexe ou de l'âge des personnes étudiées. Il semblerait que l'autorité et la légitimité incarnées par le professeur Milgram étaient un motif suffisant pour justifier de maltraiter une personne sans raison.

Milgram a réalisé de multiples variantes de cette expérience et un élément en particulier est, néanmoins, porteur d'espoirs. Lorsque l'expérience est réalisée avec l'aide de plusieurs complices et que l'un d'entre eux s'indigne face à tant de cruauté, le véritable sujet de l'expérience voit son comportement changer rapidement et celui-ci refuse de continuer. Ce constat est encore plus frappant si le comédien dissident a été présenté au départ comme un autre professeur ou toute autre figure légitime.

Lorsque la Finance Comportementale s'invite dans les Conseils d'Administration

➤ **Indépendance, compétence et complémentarité : trois conditions sine qua non**

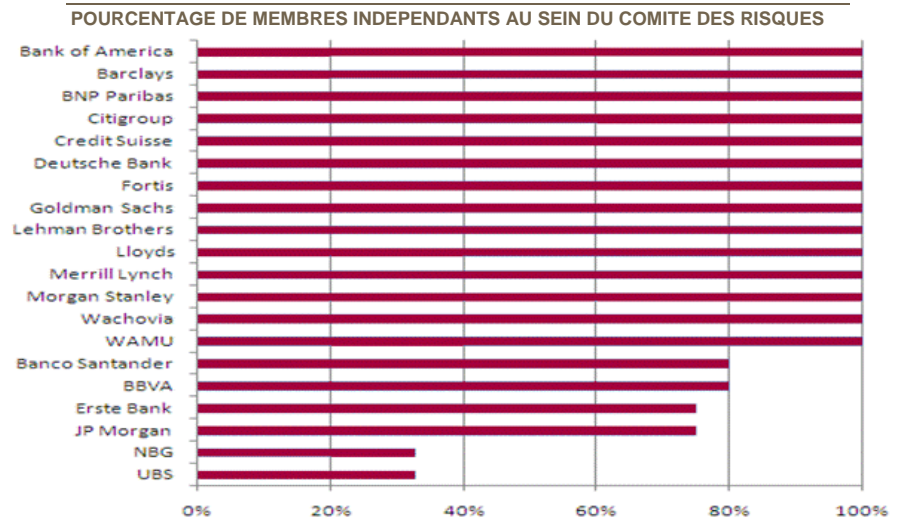
Malgré toutes les réserves que l'on peut nourrir au sujet de leurs expériences, Asch et Milgram pointent du doigt un phénomène crucial : il est très difficile, voire douloureux, pour un individu de défendre une opinion contraire à celle de ses pairs ou d'une figure autoritaire, sauf si quelqu'un nous ouvre la voie.

Partant de ce principe, Randall Morck analyse les Conseils d'Administration où la figure autoritaire est naturellement le Président Directeur Général. Face au risque de soumission inconsciente, Morck préconise évidemment que les membres du Conseil soient indépendants. Dans le cas contraire, les membres, qui sont par ailleurs des managers de la société dépendant du CEO, ne trouveront a priori pas le courage ou l'intérêt de contredire leur PDG.

Toutefois, une lecture trop simple de ce critère de l'indépendance conduirait à des conclusions naïves et inutiles. En effet, dès 2003, le rapport Higgs au Royaume-Uni montrait que près de la moitié des membres des Conseils d'Administration dits indépendants ont été choisis par le CEO, via des contacts ou des relations personnelles. À peine 4% d'entre eux ont eu à passer des entretiens formels. De plus, l'indépendance n'est pas suffisante. Il faut aussi s'assurer des compétences et, dans le cas de rôles exigeant des connaissances techniques, ceci s'avère très difficile de l'extérieur. Enfin, une certaine diversité des profils et des expériences (académique, représentant du personnel, ...) apporte beaucoup au débat du fait des complémentarités de points de vue qui en découlent.

Le tableau suivant montre les pourcentages de membres indépendants au sein des comités des risques de différentes banques. À l'aune des performances des différentes banques citées, ce tableau montre que la relation entre indépendance et efficacité du comité des risques n'est pas immédiate. En effet, une étude réalisée sur les banques américaines montrait en 2008 que deux tiers des membres des Conseils d'Administration de ces banques n'avaient eu aucune expérience bancaire durant leur carrière.

Dans le cas de Lehman Brothers, quatre des dix membres de son Conseil avait plus de 75 ans et un seul de ces membres avait une expérience bancaire au préalable. Face à un CEO surnommé "The Gorilla" pour l'incroyable énergie dont il était capable, il est vraisemblable que certains eurent des difficultés à s'opposer au CEO Dick Fuld.



Chez Citigroup, 7 des 21 membres du Conseil étaient d'anciens CEO du groupe.

➤ Éviter les pièges de la pensée de groupe est possible

Dès 1972, Irving Janis identifiait avec précision, dans son ouvrage "Groupthink", les symptômes de cette pensée de groupe. Son analyse du processus de décision des conseillers de John Kennedy lors de l'épisode de la Baie des cochons est un cas d'école des dérives de la pensée de groupe. Le fonctionnement des Conseils d'Administration et des Comités Exécutifs subit, hélas, les mêmes travers.

Pour Janis, les huit symptômes de la pensée de groupe sont :

- L'illusion de l'invulnérabilité : lorsque les groupes se croient intouchables, ceux-ci ont tendance à réprimer la dissidence ; une société ayant connu de nombreux succès et dont les administrateurs ont tous connu de belles carrières présente un plus grand risque de ce point de vue.
- La croyance en la supériorité morale du groupe : lorsqu'un groupe pense qu'il est moral, il a tendance à ignorer sa propre immoralité.
- La rationalisation : un groupe est plus soudé lorsqu'il justifie collectivement ses actions.
- La transformation de l'opposant en stéréotype : lorsqu'un opposant est considéré avec partialité ou avec des préjugés, les affirmations qui contredisent les convictions du groupe sont dénigrées ou ignorées ; le discours d'une société sur sa concurrence peut être révélatrice d'une complaisance mal placée ou d'un déni de réalité.
- La pression de la conformité : une forte pression est exercée sur les individus pour qu'ils s'alignent sur la volonté du groupe et pour qu'ils ne soient pas en désaccord avec lui, sinon ils sont ostracisés, c'est-à-dire écartés des débats, voire sanctionnés ou expulsés ; ainsi, plusieurs Chief Risk Officer de différentes banques ont été licenciés pour avoir pointé du doigt des risques importants liés à l'immobilier. Très récemment, Chad Gifford a révélé avoir fait part de ses doutes sur l'intérêt pour Bank Of America de racheter Merrill Lynch lors d'un Conseil d'Administration auquel il appartient. Par la suite, le CEO de Bank Of America a cherché sans succès à l'évincer du Board.

- L'autocensure : les membres du groupe préfèrent garder leurs opinions divergentes pour eux, plutôt que de quitter le groupe.
- L'illusion de l'unanimité : les dissensions internes sont cachées au groupe. Ainsi, elles semblent inexistantes.
- L'existence de gardiens du temple : certains membres du groupe s'engagent volontairement ou inconsciemment à protéger activement le groupe de toute dissidence ou information contraire.

Ces symptômes de la pensée de groupe se retrouvent peu ou prou dans les Conseils d'Administration, et plus encore au sein des Comités Exécutifs.

Pour éviter la pensée de groupe, plusieurs mécanismes peuvent être utilisés; en voici quelques uns :

La structure et le fonctionnement du groupe selon quelques règles peuvent déjà désamorcer plusieurs des dérives de la pensée de groupe

- Placer la responsabilité du processus de prise de décision dans les mains d'une seule personne, vers laquelle les autres se tournent pour avis.
- Pré-sélectionner une personne qui aura le rôle de "challenger" toute suggestion présentée, aidant ainsi les différents membres du groupe à présenter leurs propres idées, et mettant en évidence les défauts de raisonnement des autres. L'identification du rôle de cette personne permet de limiter la stigmatisation associée avec le fait d'être le premier à prendre une position négative (cf. concept d'avocat du diable).
- Mettre à disposition un moyen de réponse (feedback) anonyme (boîte à idées, discussions anonymes en ligne). Les points de vue négatifs ou dissonants peuvent ainsi être exprimés sans que l'individu soit identifié. De cette façon, le capital social du groupe est préservé, puisque tous les membres du groupe ont autant de chance d'être à l'origine du désaccord.
- De temps en temps, la division du groupe en deux sous-groupes qui travaillent séparément et confrontent ensuite leurs résultats ; ceci permet d'éviter au moins partiellement le risque de polarisation de l'ensemble du groupe et envisager de nouveaux points de vue pour certains.

La qualité du travail et du contrôle des Conseils d'Administration ne pourrait que se retrouver renforcée si ces principes étaient appliqués.

Réflexions sur des pistes d'amélioration plus radicales...

Face aux ravages causés par la crise financière et le constat, soyons aussi humbles qu'honnêtes, que les Conseils d'Administration n'ont pas toujours réussi à jouer leur rôle de contre-pouvoir, il faut oser "repenser" le rôle des Conseils en capitalisant sur l'apport de la finance comportementale.

Pourtant rappelons aussi qu'il est toujours aisé de décrire les biais psychologiques, mais vouloir changer son propre comportement est très difficile, surtout lorsqu'on s'y essaie sans l'aide d'autrui. C'est l'un des reproches que l'on peut faire à la Finance Comportementale : très descriptif et difficile à mettre en pratique, malgré toute la bonne volonté du monde.

Pourtant, et de façon assez perverse, il est généralement beaucoup plus facile de remarquer les biais d'autrui lorsqu'ils sont à l'œuvre que les siens. Fort de ce constat, ceci plaide pour la mise en place de systèmes s'appuyant sur un groupe d'individus, et dont le fonctionnement permet d'éviter au plus tôt les dérives que nous avons identifiées. Néanmoins, lorsque le Conseil d'Administration commence, comme dans les "Dix petits nègres" d'Agatha Christie, tous les individus présents dans la salle sont susceptibles

*Sensibiliser les conseils
d'administration à la
finance comportementale
paraît judicieux*

d'être à la fois la prochaine victime ou bien le coupable de biais comportementaux. Espérons que la surveillance mutuelle des uns et des autres permette un dénouement plus heureux.

Parmi les bonnes pratiques à envisager, nous recommandons en premier lieu aux entreprises de fournir une formation à la Finance Comportementale aux différents membres de leur Conseil d'Administration. Ensuite, la question de l'intégration des dimensions comportementales dans la gouvernance ne reste pour l'instant qu'à l'état embryonnaire à l'intérieur du courant financier. Il faut promouvoir de nouveaux travaux de recherche associant les entreprises autant que faire se peut. Comme nous l'avons vu précédemment, Morck identifie un risque important d'inefficacité disciplinaire des conseils d'administration résultant du biais de soumission à l'autorité et du sentiment de loyauté éprouvé par les administrateurs à l'égard des dirigeants. Le remède à cette inefficacité passerait alors par des réunions, tant du conseil que des comités, en dehors de la présence des dirigeants, et au moins pour partie. Enfin, les réflexions sur le rôle des administrateurs de Jensen et Fuller et de Jensen et Murphy, même si elles ne font pas explicitement référence à la littérature comportementale, peuvent être considérées comme s'inscrivant dans cette école de pensée, bien que de façon assez radicale. Ces auteurs préconisent une réforme du rôle des administrateurs de façon à ce qu'ils soient garants de l'honnêteté et de l'intégrité de l'ensemble des membres de l'organisation et qu'ils assurent un rôle d'intermédiaire entre les dirigeants et les marchés financiers, de telle sorte que ces derniers comprennent mieux les conséquences des choix stratégiques sur la valeur de la firme. À quand des roadshows pour les administrateurs ? Pour certains administrateurs, la notion d'actionnaire reste vraisemblablement très abstraite et rencontrer leurs mandants en chair et en os peut les aider à ne pas oublier la nature exacte de leur mandat face aux arguments insistants du CEO dans la salle du conseil. Une autre possibilité est d'engager plus sérieusement la responsabilité juridique des membres du Conseil dans l'éventualité de défaillances importantes de leurs parts.

En conclusion, l'essentiel est de s'assurer qu'un contrôle solide mais pragmatique soit en place. Si, par exemple, certaines institutions de gouvernance encouragent les dirigeants à être surconfiants et à prendre davantage de risques, il est possible que les biais induits aient globalement un effet positif si la valeur qu'ils contribuent à créer, par exemple, à travers l'innovation, est supérieure aux coûts des erreurs en résultant. Cette argumentation mène à conclure qu'une certaine dose d'irrationalité peut être bénéfique. Elle suppose implicitement aussi que, dans un monde réel toujours ambigu et imparfaitement connaissable, les gains liés à une logique d'exploration et de construction de nouvelles opportunités, de véritable "recherche" de valeur, peuvent l'emporter sur les gains associés à l'exploitation optimale des opportunités existantes. S'il peut être judicieux de "lâcher la bride" au CEO de temps à autre, la qualité et l'indépendance du Conseil d'Administration n'en sont donc que plus cruciales. En effet, il est nécessaire que le Conseil d'Administration soit conscient de ce choix et de la démarche pour réagir et corriger le tir si les circonstances ne justifient plus que le CEO sorte des sentiers battus pour innover.

Enfin, il est assez probable que d'autres domaines des sciences sociales intègrent les principes de Finance Comportementale : à quand le marketing comportemental, la publicité comportementale ou la politique comportementale ? Notre avis est que ces trois domaines utilisent déjà certains principes de Finance Comportementale de façon implicite, voire inconsciente, et connaîtront à leur tour une période de formalisme structurant.

METHODOLOGIE ET RESULTATS DE L'ETUDE ANTI-STARS

Un modèle quantitatif à 90% pour éviter de tomber dans les pièges des biais que celui-ci cherche à mesurer !

La pertinence l'emporte sur l'exhaustivité

Nous présentons ci-après les principaux choix opérés dans le modèle de scoring Anti-stars retenu pour l'analyse et l'évaluation des principaux CEO européens. Dans cette étude, trois idées forces prévalent :

- ▶ *Notre modèle intégré comprend essentiellement des indicateurs quantitatifs et un critère qualitatif.*
- ▶ *Notre modèle ne vise pas à l'exhaustivité des indicateurs mais à effectuer une sélection des critères les plus pertinents du point de vue des biais identifiés préalablement et les plus matériels du point de vue du risque.*
- ▶ *L'absence d'informations normées et systématiquement disponibles pour chacune des sociétés analysées invite l'analyste à savoir prendre du recul et remettre les informations dans leurs contextes.*

Nous passons successivement en revue dans ce chapitre :

- ▶ *les composantes et les poids utilisés dans notre modèle ;*
- ▶ *les résultats de ce scoring permettant d'identifier les principaux CEO Anti-stars d'Europe.*

Présentation du modèle CEO Anti-stars

Sans surprise, nous retrouvons notamment les principaux biais individuels et collectifs. Les biais individuels sont logiquement appréhendés en se focalisant sur les CEO alors les biais collectifs sont mesurés par l'intermédiaire de différents indicateurs de Corporate Gouvernance. Chaque composante du modèle est pondérée en fonction de son importance.

Comme au foot, les qualités individuelles doivent se retrouver sur le plan collectif !

Un équilibre doit être trouvé entre l'individu et le groupe

Notre modèle cherche avant tout à prendre en considération les deux travers identifiés en Finance Comportementale et qui nous semblent pertinents pour mesurer la qualité du Management d'une société et de sa gouvernance. Les items du modèle et leur pondération sont décrits ci-après :

SYNTHESE MODELE DE SCORING CEO ANTI-STARS

Modèle	Pondération
CEO issu de promotion interne	8.0%
Nombre de sociétés autres pour lequel le CEO a travaillé sur les 15 dernières années	5.0%
Nombre d'années d'ancienneté dans la firme	7.0%
Nombre de boards externes et actifs où siège le CEO	10.0%
Nombre de connexions réseaux auprès de ses pairs des autres sociétés	5.0%
Nombre de fois où le nom du CEO a été mentionné dans la presse sur les 20 dernières années	5.0%
Idem ci-dessus mais redressé de la taille de l'entreprise	10.0%
Score individuel du CEO	50.0%
Score global Corporate Gouvernance 2009 Oddo	3.0%
Score global Corporate Gouvernance 2008 Oddo	2.0%
Expérience et indépendance du Conseil d'Administration	10.0%
Indépendance des comités (audit, rémunérations, nominations, ...)	5.0%
Séparation des fonctions	12.0%
Qualité et préparation de la succession	10.0%
Transparence globale	3.0%
Score collectif Conseil d'Administration	45.0%
Score qualitatif	5.0%
Score Anti-star	100.0%

TABLEAU 10 SOURCES : ODDO SECURITIES

Peu d'informations publiques sont disponibles sur les comportements des CEO et le fonctionnement des Boards
➤ Pour les CEO, sept critères factuels / quantitatifs sont retenus + un joker

Faute de pouvoir interviewer chacun des 130 CEO de notre échantillon, nous avons retenu une approche plus quantitative découlant du cadre conceptuel de cette étude. Les raisons et les modes de calculs pour chacun de ces différents critères sont présentés dans le tableau ci-dessous :

CRITERES INDIVIDUELS UTILISES DANS NOTRE MODELE DE SCORING

Critères CEO	Description	Poids modèle
CEO issu d'une promotion interne	L'un des critères avancés par Jim Collins pour identifier les CEO exceptionnels est de regarder s'ils sont issus de l'interne ou de l'externe. Dans la mesure où un CEO issu de l'interne doit souvent faire ses preuves dans la durée et faire preuve de patience, ceci augmente les probabilités que ce dernier ait les qualités requises pour maintenir l'entreprise dans une dynamique de succès durable. Le risque de voir arriver un CEO trop ambitieux de l'externe prendre des risques considérables pour marquer son empreinte est assez grand. De plus, l'argument selon lequel il est bon d'avoir du sang neuf en cas de crise est relativisé par le taux d'échec des transformations / repositionnements annoncés en grande pompe lors d'une nomination.	8%
Nombre de sociétés autres pour lequel le CEO a travaillé sur les 15 dernières années	Pour s'assurer que le CEO en place n'est pas à ce poste principalement pour servir ses propres intérêts dans les meilleurs délais, l'un des critères est de voir quelle a été sa capacité à patienter et rester impliqué dans sa société quand bien même cela ralentissait sa progression jusqu'au sommet. Certains managers n'hésitent pas à changer d'employeurs dès qu'un obstacle se présente sur leur route vers le poste de CEO. Nous comprenons pleinement la logique qui les motive mais celle-ci est relativement incompatible avec le profil psychologique dressé par Jim Collins.	5%
Nombre d'années d'ancienneté dans la firme	Au-delà des arguments présentés sur le critère précédent, nous valorisons également ici l'expérience accumulée de l'organisation et l'attachement du CEO pour cette dernière.	7%
Nombre de boards externes et actifs où siège le CEO	Cette information indique quel est le degré d'implication du CEO pour la société qu'il dirige ou, plus généralement, les entités auxquelles il s'associe. Autant il nous semble justifiable pour le Chairman d'un Board d'être présent dans différents boards externes (networking, plus grande disponibilité, ...), autant un CEO est sensé a priori manquer structurellement de temps à consacrer à la société qu'il dirige. Si ce n'est pas le cas, ceci est étrange. Si le CEO est aux boards d'autres sociétés, cela signifie qu'il accepte des responsabilités qu'il ne peut assurer pleinement. Ce n'est pas un signal positif pour la société qu'il dirige.	10%
Nombre de connexions réseaux auprès de ses pairs des autres sociétés	Nous utilisons ici le nombre de connexions existant entre le CEO et d'autres personnes référencées par la Base de Données Boardex. Cet indicateur montre à quel point une personne est infiltrée dans l'establishment. Ceci n'est pas forcément préjudiciable à la société mais cela dénote d'une propension à consacrer son temps à autre chose que son entreprise. Dans la mesure où cet indicateur est construit à partir de différentes sources, nous le pondérons à 5%.	5%
Nombre de fois où le nom du CEO a été mentionné dans la presse sur les 20 dernières années	Ce critère permet de mesurer l'exposition médiatique du CEO en dénombrant le nombre de fois où son nom est apparu dans la presse. Par construction, cet indicateur favorise les CEO jeunes, mais il permet aussi de compenser le biais inverse du troisième critère de ce tableau. L'article de Malmendier et Tate montre que l'exposition médiatique tend à renforcer le statut de Super-star de certains CEO et les conduits à être de plus en plus égocentriques au détriment de la société qu'ils dirigent dont la perception évolue d'une fin en soi vers un moyen pour soi.	5%
Idem ci-dessus mais redressé de la taille de l'entreprise	Le critère est identique au précédent, mais il est cette fois redressé de la taille de l'entreprise. En effet, plus une entreprise est grande plus ses CEO sont a priori cités. Nous avons néanmoins conservé les deux critères qui sont complémentaires, à nos yeux. Nous avons toutefois donné un poids deux fois supérieur au critère redressé.	10%
JOKER	Nous avons ici voulu introduire une certaine flexibilité permettant la prise en compte de paramètres beaucoup plus qualitatifs / subjectifs que les autres utilisés. Nous avons ainsi interrogé nos analystes financiers couvrant les valeurs des CEO Anti-stars afin de savoir si notre modèle leur paraissait fidèle à leur expérience. Ce fut le cas dans 10% des cas. Nous avons, par ailleurs, voulu prendre en compte certains des paramètres utilisés par Malmendier et Tate mais dont la disponibilité est trop rare en Europe pour être retenue dans notre étude. Nous avons, par exemple, pris en compte l'écriture d'un livre, ou l'obtention de prix honorifiques (Manager de l'année par un magazine...) et divers titres élogieux. Le poids de ce critère dans le modèle ne dépasse pas 10% dans l'éventualité où il était activé.	0% à 10%

TABLEAU 11 SOURCE : ODDO SECURITIES

Un questionnaire type est à disposition des investisseurs

Évidemment, aucun scoring réalisé sur un grand nombre de sociétés et utilisant des informations quantitatives et publiques ne pourra jamais rivaliser avec les enseignements tirés d'une interview d'un CEO dans le cadre d'un One-on-one bien préparé. Pour cela, nous tenons à disposition des investisseurs un document où se trouve des questions-pièges et/ou des questions très ouvertes permettant de mieux connaître à la fois la nature et l'importance des biais du CEO. Les investisseurs intéressés par ce questionnaire peuvent nous contacter pour l'obtenir. Il serait en effet stupide de le proposer directement en Annexe de cette étude dans la mesure où, rapidement, des CEO pourraient préparer les meilleures réponses théoriques à ces questions après s'être procuré ce questionnaire.

Le classement des 20 premiers CEO Anti-Stars réalisé sur la base des biais individuels est en Annexe I.

➤ **Pour les Boards, sept critères factuels / quantitatifs sont retenus, en s'appuyant sur notre recherche Governance**

Fort d'une base de données Corporate Governance existant depuis quatre ans, nous avons retenu sept critères différents permettant de mesurer le plus objectivement possible la qualité de la Gouvernance d'une société. Le tableau ci-dessous présente ces critères.

CRITERES COLLECTIFS UTILISES DANS NOTRE MODELE DE SCORING

Critères Boards / Gouvernance	Description	Poids modèle
Score global Corporate Gouvernance 2009 Odo	Il s'agit de l'appréciation la plus récente de notre équipe ISR sur la qualité de la gouvernance d'un groupe (voir notre méthodologie pour de plus amples précisions). Nous intégrons ce critère car la gouvernance est un bon rempart aux dérives managériales des dirigeants et conditionne dans une certaine mesure leur comportement et leur culture.	3.0%
Score global Corporate Gouvernance 2008 Odo	Nous retenons aussi le score gouvernance de 2008 pour prendre en compte l'inertie et l'historique des pratiques des groupes en la matière. Toutefois, le poids est moindre que pour 2009 de façon à privilégier les évolutions récentes aux performances passées ; nous sommes aussi attentifs aux tendances.	2.0%
Expérience et indépendance du Conseil d'Administration	Ce critère provient de notre appréciation de l'indépendance réelle et de l'expérience des membres du board. Ainsi, nous prenons en compte la complémentarité des expériences des membres et nous retraits l'indépendance déclarée des membres du board dès lors : qu'ils ont travaillé en banque d'affaires, qu'il existe des mandats croisés actifs entre membres, qu'ils sont au board depuis plus de 15 ans, s'ils sont d'anciens employés de la société, qu'ils travaillent dans une société qui aurait plus de 5% du capital de la société en question ou s'ils sont membres actifs de plus de cinq boards. Ce critère est très important à nos yeux et mérite aisément 10% du modèle total. Le fait que le CEO ait face à lui des administrateurs à la fois indépendants et compétents n'est pas une condition suffisante mais au moins nécessaire au bon fonctionnement des instances de contrôles sensées représenter et défendre les intérêts des actionnaires. L'acceptation par le CEO d'un board à la fois critique et constructif témoigne a priori d'une bonne disposition psychologique quant aux biais identifiés dans les parties précédentes.	10.0%
Indépendance des comités (audit, rémunérations, nominations, ...)	Nous valorisons ici l'authentique indépendance des divers comités du Board responsables de l'audit des comptes, des rémunérations des dirigeants, de la stratégie ou des nominations de ces derniers. Les comités des rémunérations et des nominations sont les plus importants à nos yeux.	5.0%
Séparation des fonctions	Ce critère permet de mesurer s'il existe au moins une autre personne forte et légitime dans l'organisation susceptible de s'opposer, en cas de besoins, au CEO. Le Président du Board ou du Conseil de Surveillance doit être le garant d'un dialogue critique et constructif entre membres du conseil dès lors que des questions peuvent être à l'origine d'un refus du board d'aller dans le sens du CEO. L'exemple de "Douze hommes en colère" illustre à quel point les doutes manifestes d'un seul homme peuvent se révéler déterminants dans la prise de décision collégiale d'un groupe. Le fait qu'un CEO accepte pleinement ce contre-pouvoir au service de la société qu'il dirige est de bon augure d'un point de vue comportemental. L'exemple de l'expérience de Asch va dans le même sens.	12.0%
Qualité et préparation de la succession	Un CEO doit a priori être au service d'abord de la société qui l'emploie et, ensuite, au service de sa propre carrière. Une des façons de vérifier si ce postulat est respecté est de voir si le CEO en question et son board ont mis en place un plan de succession crédible et de qualité. Refuser d'envisager son propre remplacement n'est pas un bon signal de la part d'un CEO ouvert et dédié au succès de son entreprise (cf. Jim Collins).	10.0%
Transparence globale	Nous valorisons la transparence générale de la gouvernance de la société sur certains critères où les entreprises ne sont pas légalement obligées de communiquer avec précision. Une grande transparence vis-à-vis de l'externe est généralement le signe d'une plus grande transparence interne. Un travail d'introspection individuel ou collectif exige avant tout de la transparence.	3.0%

TABLEAU 12 SOURCE : ODDO SECURITIES

Alors que ces informations pourraient être rendues publiques, nous regrettons de ne pas pouvoir disposer des procédures ayant mené au choix de tel ou tel personne pour rejoindre le Conseil (entretiens, chasseurs de têtes, critères utilisés, ...). De la même façon, nous jugeons qu'il serait utile de pouvoir accéder aux rapports d'évaluation du board,

que cette évaluation soit faite par un cabinet externe ou par le Conseil lui-même. Le classement des 20 premières Sociétés Anti-Stars réalisé sur la base des biais collectifs est en Annexe II.

Les résultats indiquent une surperformance des Anti-stars

Au final, la liste des sociétés identifiées par notre modèle comme ayant à la fois un CEO Anti-star et un Board fort se trouve dans le résumé-conclusion de cette étude. Les graphiques de performance relative nous donnent espoir que ces pistes d'évaluation de la bonne conduite des entreprises est utile aux investisseurs d'un point de vue financier, et au-delà de leur responsabilité publique d'actionnaires.

Il serait très intéressant de croiser les résultats d'interviews en One-on-One qualitatif avec nos résultats quantitatifs. Pour cela, un questionnaire est disponible aux investisseurs qui en feraient la demande.

ANNEXE 1 – DETAILS DES RESULTATS SCORING INDIVIDUEL CEO ANTI-STARS

Sociétés	CEO	Score Promotion interne	Score Nombre de sociétés	Score Ancienneté	Score Board extérieur	Score réseaux	Score Google News	Score Google News redressé	Score total
CRH	Myles Lee	8	5	3.78	10	4.4	4	10	89.9
Holcim	Markus Akermann	8	5	4.34	10	2.8	4	10	87.5
Nestlé	Paul Bulcke	8	5	4.2	10	3.4	4	10	87.3
Swiss Re	Doctor Stefan Lippe	8	5	3.78	10	3.75	4	9	86.9
H&M	Karl-Johan Persson	8	5	1.12	10	4.35	4	10	84.7
Roche	Severin Schwan	8	5	2.24	10	4.15	4	9	84.3
Schneider	Jean-Pascal Tricoire	8	5	3.22	10	4.15	4	8	83.7
HSBC	Michael Geoghegan	8	5	5.04	10	3.1	3	8	83.3
Royal Dutch Shell	Peter Voser	8	5	3.78	10	2.7	3	10	83.1
Suez Environnement	Jean-Louis Chaussade	8	5	4.34	10	2.9	4	8	82.8
Beiersdorf	Thomas Bernd Quaas	8	5	4.2	8	4.1	4	9	82.7
Vinci	Xavier Huillard	8	5	2.24	10	3.5	4	9	82.6
Richemont	Norbert Platt	8	5	3.08	8	4.7	4	9	82.4
Alpha Bank	Yannis Costopoulos	8	5	5.04	8	2.8	5	8	81.8
Aegon	Alexander Wynaendts	8	4	1.68	10	3.4	4	10	81.8
ACS	Florentino Perez Rodriguez	8	5	2.24	8	3.4	5	10	81.6
Saipem	Doctor Pietro Franco Tali	8	5	2.24	8	3.6	4	10	80.5
Saint Gobain	Pierre-André de Chalendar	8	5	2.8	8	3.5	4	10	80.0
Total	Christophe de Margerie	8	5	4.9	8	3.1	2	10	79.0
GSK	Andrew Witt	8	5	3.36	10	2.7	3	7	77.7

TABLEAU 13 | SOURCE : ODDO SECURITIES

ANNEXE 2 - DETAILS DES RESULTATS SCORING COLLECTIF CEO ANTI-STARS

Sociétés	Recommandation Gouvernance Oddo	Score transparence 2009	Score global 2009	Score global 2008	Expérience et indépendance du CA	Indépendance des comités	Séparation des fonctions	Qualité et préparation de la succession	Score total
Unibail	Opportunité forte (1)	8	5	3.78	10	4.4	4	10	86.0
BP	Opportunité forte (1)	8	5	4.34	10	2.8	4	10	84.5
BHP Billiton	Opportunité forte (1)	8	5	4.2	10	3.4	4	10	82.8
Swiss Re	Opportunité (2)	8	5	3.78	10	3.75	4	9	82.2
GSK	Opportunité forte (1)	8	5	1.12	10	4.35	4	10	81.8
Zurich Financial Services	Opportunité forte (1)	8	5	2.24	10	4.15	4	9	81.6
L'Oréal	Opportunité forte (1)	8	5	3.22	10	4.15	4	8	79.9
Vodafone	Opportunité forte (1)	8	5	5.04	10	3.1	3	8	79.1
KPN	Opportunité forte (1)	8	5	3.78	10	2.7	3	10	78.9
Standard Chartered	Opportunité forte (1)	8	5	4.34	10	2.9	4	8	78.2
Axa	Opportunité forte (1)	8	5	4.2	8	4.1	4	9	77.8
Michelin	Opportunité (2)	8	5	2.24	10	3.5	4	9	77.1
Philips	Opportunité forte (1)	8	5	3.08	8	4.7	4	9	76.6
Diageo	Opportunité forte (1)	8	5	5.04	8	2.8	5	8	76.1
Xstrata	Opportunité (2)	8	4	1.68	10	3.4	4	10	75.9
Anglo American	Opportunité (2)	8	5	2.24	8	3.4	5	10	75.3
BT Group	Opportunité forte (1)	8	5	2.24	8	3.6	4	10	75.1
SAP	Opportunité (2)	8	5	2.8	8	3.5	4	10	74.0
Reckitt	Opportunité forte (1)	8	5	4.9	8	3.1	2	10	73.3
Saint Gobain	Opportunité (2)	8	5	3.36	10	2.7	3	7	73.1

TABLEAU 14 | SOURCE : ODDO SECURITIES