

LÉGITIMITÉ ET EXEMPLARITÉ : POURQUOI DOIT-ON LAISSER LES ACTIONNAIRES JUGER DE LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS ?

PIERRE-HENRI LEROY*

« La responsabilité de chacun implique deux actes : vouloir savoir et oser dire. »

Abbé Pierre

Les rémunérations réputées excessives des grands dirigeants sont généralement associées à la période de financiarisation de l'économie, liée à l'intervention sous tous azimuts des banques à la suite de la fin du *Glass-Steagall Act* au cours des années 1990 : en fait, l'avènement contemporain des codes de gouvernance et de nouvelles règles destinées à contenir les conflits d'intérêts des administrateurs ont révélé dans le monde entier l'attribution de montants jugés faramineux, parfois justifiés par la performance ou parfois totalement injustifiés, mais toujours socialement et politiquement problématiques. L'apparition de tels émoluments pour les salariés du sommet est sans doute liée à un phénomène antérieur engagé dès les années 1970 avec l'avènement des groupes multinationaux. Puis la confusion des rôles des groupes bancaires, non plus seulement prêteurs et collecteurs de dépôts, mais désormais gestionnaires d'OPCVM, banquiers d'affaires, courtiers et investisseurs significatifs, a laissé s'aggraver les abus, tout en apportant paradoxalement avec les codes de gouvernance quelques encouragements à la modération et à la responsabilisation des acteurs.

QUELQUES CHIFFRES

En France, les quarante dirigeants du CAC 40 qui avaient bénéficié d'une hausse moyenne de 33 % de leur rémunération en 2010 marquent une pause

* Fondateur de Proinvest ; membre fondateur et ancien administrateur, International Corporate Governance Network ; Managing Partner, ECGS (Expert Corporate Governance Service) ; président, Association des centres de jour Alzheimer Delta7.

en 2011 avec un montant total moyen de 4,2 M€, soit +4 % à méthodes constantes¹ ; toutefois, hors l'encaissement des indemnités et les paiements différés, la moyenne est en légère baisse de 1,8 %. Ce niveau moyen de 4,2 M€, comme le niveau médian des 40 rémunérations versées pour 2011, soit 3,4 M€, restent toutefois inférieurs aux moyennes supérieures à 5 M€ observées jusqu'en 2006. Sans surprise, la rémunération des présidents exécutifs des 80 autres sociétés de l'indice SBF 120 qui avaient eux aussi vu leur rémunération progresser de plus de 30 % en 2010 régresse légèrement avec une moyenne de 2,1 M€ et une médiane de 1,8 M€ : comme toujours, la médiane est inférieure à la moyenne, l'inflation est toujours au sommet.

Mais la France ne verse pas les rémunérations patronales les plus élevées. Selon l'excellent site de l'AFL-CIO² (American Federation of Labor-Congress of Industrial Organizations) sur la question, les 100 premiers patrons américains gagnent tous plus de 18 M\$, soit 14 M€, soit tous plus que le premier PDG du palmarès de la rémunération courante française pour 2011, Carlos Ghosn, avec 13,3 M€.

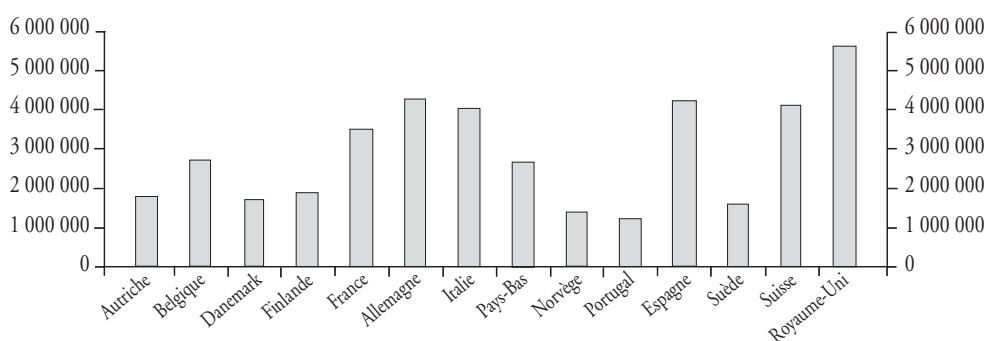
Tableau 1
Palmarès de la rémunération totale 2011 des premiers dirigeants français
(en euros)

Identité	Société	Fonction	Total selon la société	Total selon Proxinvest
Maurice Lévy	Publicis Groupe	Président du directoire	3 600 000	19 635 969
Carlos Ghosn	Renault	Président-directeur général	4 379 104	13 311 455
Bernard Charlès	Dassault Systèmes	Directeur général	10 926 683	10 926 683
Bernard Arnault	LVMH	Président-directeur général	10 815 134	10 815 135
Jean-Paul Agon	L'Oréal	Président-directeur général	7 680 000	7 680 000
Christopher Viehbacher	Sanofi	Directeur général	7 134 787	7 134 787
Rudy Provoost	Rexel	Membre du directoire	6 884 175	6 884 175
	(2 mois)			
Franck Riboud	Danone	Président-directeur général	6 057 230	6 057 230
Daniel Julien	Téléperformance	Président-directeur général	5 534 218	5 570 138
Denis Kessler	SCOR SE	Président-directeur général	5 468 300	5 468 300
Olivier Piou	Gemalto	Directeur général	5 464 585	5 464 585
Gérard Mestrallet	GDF Suez	Président-directeur général	3 089 367	4 795 437
Jean-Pascal Tricoire	Schneider Electric	Président du directoire	4 666 097	4 666 097
Thierry Pilenko	Technip	Président-directeur général	3 765 394	4 630 559

Source : Proxinvest (2012)¹.

Proxinvest et ses partenaires européens de l'ECGS (Expert Corporate Governance Service) ont étudié un échantillon de 392 grands groupes européens. Très inférieure aux chiffres américains, la rémunération moyenne des présidents exécutifs européens est ainsi passée selon l'ECGS de 3,9 M€ en 2010 à 3,7 M€ en 2011, en baisse de 5 %.

Graphique 1
Rémunérations moyennes totales par pays, 2011
(en euros)



Source : Expert Corporate Governance Service (2012).

La rémunération totale moyenne des présidents exécutifs français entrant dans le périmètre de cette étude était de 56 % de la rémunération de leurs collègues britanniques, 60 % de celle de leurs collègues allemands, 65 % de celle de leurs voisins espagnols et suisses, 80 % de celle de leurs collègues italiens, mais de 20 % de mieux que leurs voisins néerlandais, belges ou irlandais et 100 % de plus que leurs homologues scandinaves. En 2008, sur la base des seules rémunérations salariales versées par les sociétés de l'indice DJ Eurostoxx 50, les présidents exécutifs français n'étaient pas les plus payés : ils recevaient déjà moins que leurs collègues britanniques, suisses, espagnols et même italiens et allemands, mais plus que leurs collègues néerlandais, belges et scandinaves.

Mais la France, par contraste avec ses voisins, rejette jusqu'ici le principe de responsabilité, ses dirigeants semblent vouloir développer l'entreprise sans actionnaires : elle est le seul pays d'Europe à refuser à ces derniers un vote annuel de l'assemblée sur la rémunération du patron salarié.

Le principe de responsabilité implique pourtant de laisser une voix souveraine aux actionnaires pour éviter, certes, la rémunération de l'échec, celle qui fait le plus scandale, mais aussi pour fixer le juste prix ou, plus exactement, le prix de la juste rémunération dans une perspective de long terme. Cette question complexe, qui ne saurait s'arrêter à l'idée simpliste et passive d'un « marché international des dirigeants » qui s'imposerait à tous, est, on le verra, indissociable du contexte

spécifique aux très grandes entreprises : l'actionnaire comme l'administrateur doivent aujourd'hui se poser la question du *quantum*.

LE RETARD FRANÇAIS

La loi NRE (nouvelles régulations économiques) de 2001 établit en France la première obligation de transparence sur la rémunération des mandataires sociaux : ce texte fait suite aux initiatives progressistes du patronat avec le rapport Viénot de 1995 proposant un code de gouvernance assez avancé, puis celle de l'Association française de la gestion financière (AFG) qui avait adopté en 1997 une discipline de vote pour les gérants et un code non moins exigeant. Mais cette loi NRE constituera l'apogée de la bonne gouvernance à la française, et l'AFEP-MEDEF, comme l'AFG, perdra pendant les années suivantes sa position de tête dans le concert européen. En matière de rémunérations, il est ainsi significatif d'observer que malgré trois textes législatifs majeurs, la loi NRE, la loi Breton, puis la loi TEPA (travail, emploi et pouvoir d'achat), et les modestes progrès de la responsabilité réglementaire des dirigeants sur les rémunérations différées, les excès semblent subsister tout comme l'émoi de l'opinion publique. De fait, le phénomène n'est pas que français, il s'agit de l'alliance d'organisations patronales souhaitant réduire *a minima* toute mise en jeu de la responsabilité des dirigeants devant leurs actionnaires et d'une communauté financière sous influence, paralysée par ses conflits d'intérêts, renonçant à ses prérogatives et laissant faire.

À titre d'illustration de cette situation de connivences des organisations patronales et du monde financier et en France, observons le refus en 2009 de voir les actionnaires voter sur la rémunération des présidents non exécutifs. Cette affaire peu médiatisée, sans doute du fait de sa complexité et des montants en jeu relativement peu élevés, présente une véritable régression de la responsabilité des dirigeants malgré l'addition des textes réglementaires évoqués plus haut.

De quoi s'agissait-il ? La pratique de succession des PDG français se portant à l'âge de la retraite président du conseil de surveillance ou président du conseil non exécutif s'était traduite au début des années 2000 par l'attribution à certains de ces grands patrons du CAC 40 de rémunérations à six chiffres sur la seule décision des administrateurs. Ce type de paiements à l'un des administrateurs relevait pourtant comme autrefois d'un contrôle effectif des actionnaires soit par l'approbation du rapport spécial des conventions réglementées, soit par un vote périodique de l'enveloppe des jetons de présence des administrateurs. De plus, la souveraineté finale des actionnaires, qui selon l'article 225-100 s'étend en assemblée générale sur tous les éléments de la gestion ayant contribué à l'établissement des comptes, laissait un droit de contrôle à l'assemblée générale, ne serait-ce que par l'un des votes évoqués ci-dessus. Mais le patronat français, fort d'un autre texte, qui justement remet aux administrateurs la mission de fixer les rémunérations,

prit à son compte la jurisprudence d'une cour d'appel de province pour affirmer que toute rémunération de dirigeant, exécutif ou non, constituait désormais une « compétence exclusive » du conseil d'administration, non susceptible de censure de la part de l'assemblée des actionnaires.

Face à cette régression visible des contrôles de l'assemblée générale, la Sicav française Proxy Active Investors présenta au printemps 2009, sur le conseil de Proxinvest, trois projets de résolution aux assemblées de Total, Cap Gemini et Sanofi, afin que l'assemblée générale approuve la rémunération à six chiffres offerte aux quatre présidents non exécutifs concernés. Le seuil légal requis de 0,5 % du capital ayant été atteint par l'investisseur soutenu par un nombre suffisant de grands actionnaires de ces sociétés, la résolution devait, de par la simple application de la loi, figurer à l'ordre du jour de chacune des trois assemblées. Du fait des bons résultats de ces sociétés comme de la qualité de leurs dirigeants, le vote d'approbation eut sans doute été largement positif. Mais nul ne put le vérifier. La circulaire d'une organisation patronale adressée promptement aux présidents leur recommanda de les inviter à ne pas se plier aux règles légales de l'assemblée des actionnaires et, sous le prétexte d'incompétence de l'assemblée générale des actionnaires, de ne pas inscrire la proposition de résolution à l'ordre du jour.

Un tel mépris des droits d'initiative des actionnaires et du principe de souveraineté de l'assemblée et un tel filtrage illégal n'avaient jamais été vus par le passé : une plainte en référé eut sans doute fait condamner un tel déni de droit, mais aucun investisseur signataire de la résolution n'en eut le courage et aucun des grands actionnaires professionnels français n'y vit à redire : l'AFG, dont le conseil d'administration est composé de représentants des plus grands groupes bancaires et financiers, laissa faire sans réagir. Ainsi, la question de la rémunération des dirigeants fut non seulement le lieu d'un refus de responsabilité des dirigeants sur cette matière, mais aussi l'occasion d'un déni affirmé du droit des actionnaires.

LÉGITIMER LA RÉMUNÉRATION

On comprend mal ce refus actif des organisations patronales à assumer ce qui leur semble légitime devant leurs actionnaires et le grand public.

En ce début de 2013, la France qui avait pris une certaine avance sur ses voisins en matière de démocratie actionnariale accuse ainsi un retard très net et elle est le seul pays d'Europe à refuser à ses actionnaires un vote annuel de l'assemblée des actionnaires. De par la loi comme aux Pays-Bas, en Italie ou en Espagne, ou de par la bonne pratique de place comme au Royaume-Uni, en Suisse ou en Allemagne, le principe d'un vote annuel sur cette question s'est entre-temps imposé, sauf en France.

Cette résistance semble contre-productive. À laisser les rémunérations à l'autocontrôle des dirigeants avec exhortation à la modération, comme le fit

l'AFEP-MEDEF, les abus ont continué à indigner l'opinion. À tort ou à raison, l'élection du candidat socialiste François Hollande a été, entre autres raisons, attribuée à sa réaction au début de 2012 face à deux nouveaux chocs sur les rémunérations des patrons. La première, apportée par Publicis à la fin de janvier 2012, concerne la rémunération de son PDG qui touchera 16 M€ du fait de la fin de son mandat de président du directoire en décembre 2011 : le choc eut été moindre si Publicis avait veillé à faire voter régulièrement par ses actionnaires le principe de cette rémunération importante restée longtemps occulte ou mal définie. La seconde, apportée par Proxinvest, intervient quelques jours après, au milieu de février 2012 : malgré la crise économique, les rémunérations des dirigeants du CAC 40 pour 2010 ont progressé de 33 %. Le candidat socialiste annoncera alors la mesure populaire choc d'une fiscalisation à 75 % des rémunérations excédant 1 M€. On connaît la suite.

Il semble bien que les menées destinées à écarter tout à la fois le pouvoir de l'actionnaire et le principe de responsabilité, pour porter secours aux rares comportements abusifs, ont constitué une priorité mal placée. Le patronat, qui entend toujours définir seul les règles françaises de bonne gouvernance, rencontre dès lors un haut niveau de contestation pour les plans d'options, d'actions gratuites ou d'actionnariat salarié, cela au regard de rémunérations comparativement moins élevées qu'à l'étranger. Pire, l'opinion met dans le même sac les instruments de rémunérations et les abus : les stock-options, les retraites chapeau, mais aussi les actions et leur détention entrent dans l'opprobre. Ce refus du principe de responsabilité aura été un formidable rendez-vous manqué entre l'entreprise et le public.

Il est dangereux de tourner le dos à l'avenir : la mise au vote de la rémunération des dirigeants s'inscrit aujourd'hui comme une solution inévitable du seul fait de la paralysie du système financier et des administrateurs. Nous avons expliqué, dans une édition antérieure du *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, que la question des rémunérations incontrôlées était un symptôme, une résultante quelque peu accessoire des conflits d'intérêts imposés par le régime de banque universelle. Depuis, d'excellents travaux, dont le remarquable rapport Liikamen réalisé au début de 2012 pour la Commission européenne, ont souligné les conséquences plus graves de ce régime de banque universelle pour l'ensemble de l'économie et chacun a pu comprendre qu'à moins de vraiment réformer ce modèle, les ressorts normaux du capitalisme de marché ne fonctionneraient pas. De ce fait, ce sont aujourd'hui souvent les administrateurs eux-mêmes qui, en raison de leur situation de conflits d'intérêts, refusent de juger de la rémunération des dirigeants et préfèrent s'en remettre à l'assemblée générale. Autrement dit, si l'on veut garder le système et ses conflits, il vaut mieux s'en remettre aux actionnaires pour freiner les rémunérations abusives.

L'EXEMPLARITÉ ET LA QUESTION DU *QUANTUM*

Comment les rémunérations courantes de ces grands groupes atteignent-elles de tels montants ? Très tôt nous avons souhaité poser la question longtemps interdite du *quantum*.

Le secteur bancaire qui a offert ces dernières années de nombreux exemples de rémunération de l'échec est celui qui, par la récurrence de bonus très nombreux et très élevés, a attiré l'indignation du public et l'attention des politiques : rappelons ici que les seules banques britanniques ont versé cette année 2013 plusieurs milliers de bonus de plus de 1 M£ chacun à leurs cadres et dirigeants pour 2012. La question de la « rente bancaire » est donc posée. Mais si le système bancaire occidental a pu abriter ces milliers de rémunérations abusives, le phénomène de rente se retrouve dans d'autres secteurs chez les plus grandes multinationales.

Ainsi, trahison ou non, c'est en fait de plus en plus souvent le train de vie de ces grands établissements, le montant absolu des rémunérations versées qui font choc, mais c'est aussi le problème le plus complexe à maîtriser.

L'argument d'un prix du marché international des dirigeants n'est pas sans mérite : il est indéniable que l'expérience de management polyglotte d'une multinationale dans un métier complexe à lourde responsabilité de représentation justifie pour partie ces fortes rémunérations. Un marché des dirigeants implique une possibilité d'embauche par la concurrence et il est aussi clair que la volonté de garder les dirigeants formés par l'entreprise est un facteur explicatif central de l'inflation des rémunérations au sommet des multinationales comme dans les salles de marché des banques. Il est vrai qu'un dirigeant ayant passé quinze à vingt ans à sillonner le monde pour vendre les produits de son groupe connaît intimement celui-ci et, enfant choyé de ce groupe, il devient une menace s'il envisage son départ, même sans aller à la concurrence. Il est non moins vrai que le jeune cadre qui rejoint une multinationale bénéficie dès ses premiers pas de la formidable accumulation d'expertise et d'autorité amassée au long des années par ces groupes, ce fonds de commerce intangible et vulnérable qui appartient aux actionnaires, mais qui permet aux cadres et aux dirigeants de ces groupes d'opérer avec prestige et efficacité.

Le rapport de force semble alors s'inverser entre le dirigeant et ses administrateurs, entre le *trader* de banque et ses patrons : alors même que c'est la société qui a financé et accompagné la formation intensive de l'intéressé dans son industrie et son groupe, les administrateurs ou tuteurs se trouvent alors impuissants face à la menace d'un départ. Cette question de fidélisation, découverte avec retard, est trop exclusivement traitée à ce jour sur la base d'avantages financiers et pas assez au moyen d'obligations réciproques du collaborateur de l'entreprise. Ainsi, les retraites chapeau, aujourd'hui décriées et peut-être bientôt interdites en France en raison de certains contre-exemples, tenaient lieu de méthode de rétention de dirigeants. Il conviendra sans doute de restaurer l'image et l'usage raisonnable de

ces systèmes de fidélisation. Il semble aussi que les grandes sociétés n'aient pas assez imposé aux équipes dirigeantes les obligations indispensables de non-concurrence, d'autant plus complexes à instaurer que le dirigeant de multinationale, très mobile, n'hésite pas à déplacer sa résidence et à répondre de droits différents.

Dans ce domaine, la seule règle du dirigeant et de ses administrateurs sera la meilleure règle universelle du bon management, celle de l'exemplarité. Ainsi, dans le marché très concurrentiel de l'aéronautique, certains attribuent le succès d'EADS à la modestie recherchée de la rémunération de son président Louis Gallois, dont le montant fixe 990 000 euros et le bonus de 1 993 475 euros complétés d'actions gratuites pour 1,1 M€, soit au total 4,1 M€, se comparent de façon véritablement exemplaire à la rémunération de 23 M\$ de son concurrent américain de Boeing, W. James McNerney Jr.

Dans un univers concurrentiel sévère forçant les grandes entreprises à réviser les conditions de base de rémunération à la production, la meilleure recette reste la modération du premier dirigeant et de ses administrateurs.

Les hommes étant ce qu'ils sont, c'est aux actionnaires responsables qu'il revient de surveiller la politique de rémunération. Ces derniers exercent donc désormais une pression sur les administrateurs pour l'utilisation d'instruments conditionnels étalés sur le long terme et donc liés à la permanence dans l'entreprise.

Les politiques de vote de grands investisseurs deviennent de plus en plus précises et exigeantes. À titre d'exemple, prenons la politique de vote appliquée par le réseau ECGS³, réseau européen d'agences de conseil de vote : celui-ci s'applique à contrôler la qualité des critères de performance utilisés pour les rémunérations variables et les rémunérations actionnariales, mais aussi la répartition entre la part variable et la part fixe, entre le court terme et le long terme. Il faut que les critères de performance appliqués soient lisibles et, pour la plus grande part, vérifiables, que la partie variable n'excède pas trois fois la partie fixe de la rémunération annuelle et enfin que la rémunération variable soit pour l'essentiel à long terme, c'est-à-dire indexée sur des conditions d'une durée minimum de trois ans.

Nombre de grands investisseurs adoptent désormais l'idée d'un plafond de rémunération totale. Dans ce domaine, en édictant en 2005 sa propre limite, un niveau maximum de rémunération socialement acceptable de 240 fois le salaire minimum, Proxinvest avait fait scandale. Certes, un tel plafond discrétionnaire peut surprendre et son fondement est difficile à justifier. Pourtant, il apparaissait logique que si chaque fonds d'investissement ou chaque gestionnaire, comme chaque actionnaire, fixaient à tâtons leur propre limite, les abus les plus graves seraient évités.

C'est sans doute ce qui a conduit un nombre croissant de grands investisseurs à fixer leur propre limite. Ainsi, la Macif ou Ecofi en France font mention de tels plafonds et le fonds de retraite des fonctionnaires, l'Erafp (Établissement de retraite additionnelle de la fonction publique), a adopté le 15 mars 2012 pour sa politique de vote une limite sévère de 100 Smic à toute rémunération de dirigeants. L'Erafp crée ainsi la surprise en limitant la rémunération globale annuelle (contribution de retraite chapeau incluse) des dirigeants à 1,68 M€ pour 2012 avec une part conditionnelle 2012 plafonnée au triple du salaire fixe. De plus, ce fonds votera, pour ses 13 Md€ d'actifs sous gestion et pour ses 5 M€ d'ayant-droits, contre tous les plans de stock-options des grandes entreprises.

Cette discipline de vote tend aujourd'hui à se développer dans l'univers des gestionnaires d'actifs en Europe. Ainsi, la Caisse des Dépôts française a fait publicité de sa discipline de vote ayant, selon son directeur général Augustin de Romanet aux entretiens de l'AMF (Autorité des marchés financiers) de novembre 2011, participé en 2011 à plus de 240 assemblées, voté contre 6 % des résolutions présentées et refusé d'approuver plusieurs dizaines de résolutions de rémunération de dirigeants. Résolutions toutefois proposées alors, et pour cause, par des sociétés non françaises.

De même que vingt ans de mesures de bonne gouvernance ont permis de conserver en l'état les conflits d'intérêts sans aucunement les supprimer, de même nombre de grands investisseurs ferment encore les yeux, tandis que les plus diligents cantonnent le contrôle des rémunérations à prévenir seulement la rémunération de l'échec. Cette situation pourrait aujourd'hui évoluer. Les actionnaires, en se fixant des critères plus précis de rémunération, se forcent et forcent aussi les administrateurs à réfléchir au juste prix du dirigeant. Toutefois, le chemin reste difficile. Les obstacles à l'indépendance des investisseurs, notamment du fait de la persistance du modèle de banque universelle, remettent à des horizons encore lointains la disparition des effets de rente dans les grandes entreprises et les grandes banques.

NOTES

1. Proxinvest (2012), *La rémunération des dirigeants des sociétés du SBF 120*, librairie LDEL/JUSTICIA (www.ldel@ldel.fr).
2. Voir le site : www.aflcio.org/Corporate-Watch/CEO-Pay-and-the-99/100-Highest-Paid-CEOs.
3. Expert Corporate Governance Service Ltd (www.ecgs.net).

