

RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS : QUI DOIT RÉGULER ? ET COMMENT ?

DANIEL LEBÈGUE*
ALAIN MARTEL**

Dans la période de crise économique et sociale que nous vivons, en France et en Europe, depuis cinq ans déjà, la rémunération des dirigeants d'entreprises est un sujet de réflexion et de débat pour tous les acteurs de la gouvernance : les dirigeants eux-mêmes, les administrateurs, les actionnaires, les salariés, les régulateurs, les responsables politiques.

On en connaît les raisons. Dans quelques grandes entreprises cotées en Bourse, dans le secteur financier plus que dans l'industrie, dans des pays anglo-saxons plus qu'en France ou en Allemagne, il y a eu des excès et des défaillances qui ont fait l'actualité des médias et qui ont profondément choqué l'opinion publique. À un moment où l'on demande aux actionnaires et aux salariés des efforts et des sacrifices, le niveau atteint par certaines rémunérations, leur progression continue depuis une dizaine d'années et surtout la décorrélation entre rémunération et performance ont suscité l'incompréhension, parfois la colère.

Ces dysfonctionnements, qui conduisent à occulter les progrès de grande ampleur qui ont été réalisés dans la gouvernance de nos entreprises depuis le début des années 2000, doivent être corrigés. On s'accorde généralement sur les objectifs : transparence, lien entre rémunération et performance, modération, acceptabilité sociale, responsabilisation des organes de contrôle et des actionnaires. Mais il y a débat et divergence de vues sur le rôle et la responsabilité des différents acteurs dans le système de régulation. L'État doit-il intervenir pour fixer des règles en la matière ? Comment renforcer la responsabilité et les moyens d'action des conseils d'administration, auxquels il incombe, dans tous les pays et tous les codes de gouvernance, de nommer les dirigeants

*Président, IFA (Institut français des administrateurs).

** Secrétaire général, IFA.

mandataires sociaux, d'évaluer leurs performances et de déterminer leur rémunération ? Faut-il reconnaître à l'assemblée générale (AG) des actionnaires le droit ultime d'accepter ou de refuser la rémunération des dirigeants de leur entreprise, dans sa globalité et ses différentes composantes ? Faut-il légiférer en la matière ou édicter des règles de bonne conduite au travers du code de gouvernance ? Si l'on choisit la voie de l'autorégulation, qui contrôle l'application du code, les investisseurs, l'autorité de marché ?

Toutes ces questions sont aujourd'hui en discussion partout en Europe et en Amérique du Nord. Le débat s'est en partie focalisé sur le principe du *say on pay*, c'est-à-dire du droit reconnu à l'AG des actionnaires de se prononcer par un vote sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux, tous éléments confondus : part fixe, part variable, attribution d'options ou d'actions de performance, avantages en nature, compléments de retraite, indemnités de départ le cas échéant.

Quinze pays de l'Union européenne sur vingt-sept (avec des nuances selon le cadre légal de chaque pays) ont déjà adopté ou sont sur le point d'adopter ce principe.

LA GÉNÉRALISATION DU *SAY ON PAY*

Aux États-Unis, c'est la crise financière qui a servi de déclencheur et la loi Dodd-Frank, vaste catalogue de mesures sur la régulation financière, a introduit un système de consultation¹ non contraignante des actionnaires sur les rémunérations depuis le début de 2011.

De nombreux investisseurs et sociétés de *proxy* demandent que ce système se généralise et qu'il devienne contraignant². Le Royaume-Uni pourrait faire évoluer sa réglementation dans ce sens. Le secrétaire d'État au commerce a ainsi annoncé en juin 2012 son intention de rendre définitivement obligatoire et contraignant le vote annuel en AG sur les rémunérations globales des dirigeants mandataires sociaux.

Le commissaire européen Michel Barnier, dans une interview donnée au *Financial Times* en mai 2012, a annoncé une réglementation européenne visant à rendre obligatoire et contraignant le vote des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants ainsi qu'un encadrement des rémunérations dans le secteur financier³.

En France également, le *say on pay* est à l'ordre du jour. Les principaux candidats à l'élection présidentielle ont manifesté leur intention de soumettre les rémunérations des dirigeants des grandes sociétés cotées au vote des actionnaires. Le nouveau gouvernement a adopté à la fin de juillet 2012 un décret qui limite à 450 000 euros bruts la rémunération des dirigeants d'entreprises publiques et a demandé au Trésor d'initier une consultation sur la rémunération des

dirigeants d'entreprises privées, dans la perspective du dépôt d'un projet de loi. Par ailleurs la Cour de cassation vient de condamner définitivement l'ancien président d'une société du CAC 40⁴ pour « abus de pouvoir » pour avoir manipulé la composition du comité de rémunération du conseil.

Il faut noter que le *say on pay* existe déjà en partie en France avec l'approbation par l'AG des attributions d'actions gratuites, des stock-options et des avantages exceptionnels (retraite complémentaire, indemnités de départ)⁵. C'est aussi l'AG qui vote l'enveloppe des jetons de présence pour les administrateurs⁶.

Mais ce n'est pas encore le cas pour la partie fixe et variable de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux (président et directeur général), qui reste fixée par le conseil d'administration⁷ (art. L. 225-47 et L. 225-53 du Code de commerce).

Si le législateur adoptait le *say on pay*, ce serait probablement l'ensemble des éléments de la rémunération qui donneraient lieu à une convention réglementée.

Encadré 1

Quel premier bilan peut-on dresser de deux années d'application de la réforme aux États-Unis ?

Les rejets par l'AG des actionnaires de plans de rémunération sont très peu nombreux puisqu'ils ne concernent qu'environ 1,6 % des sociétés concernées, soit 44 sociétés de l'indice Russell 3000 en 2011 et 55 sociétés à la fin de juillet 2012. À cinq exceptions près, toutes les sociétés qui avaient enregistré un vote négatif en 2011 ont vu leur plan de rémunération approuvé en 2012, ce qui peut laisser penser que la majorité d'entre elles ont révisé leur politique de rémunération d'une année sur l'autre pour éviter un nouveau rejet. Par ailleurs, les sociétés qui avaient obtenu un taux d'approbation de 50 % à 70 % en 2011 ont augmenté ce taux en moyenne de 14 points l'année suivante.

Dans le secteur bancaire, seul Citigroup a enregistré un refus en 2012 (55 % de votes contre). Bank of America, Goldman Sachs et Morgan Stanley ont su prévenir un rejet en anticipant une diminution parfois substantielle de la rémunération de leur CEO (*chief executive officer*) (35 % s'agissant de Lloyd Blankfein, CEO de Goldman Sachs). Le plan de JP Morgan, qui prévoyait le maintien de la rémunération de Jamie Dimon, CEO, et d'Ina Drew, responsable de la filiale de Londres, a été approuvé à 90 %, mais il est intervenu avant l'annonce d'importantes pertes de cette filiale liées à une surexposition sur le marché des *credit default swaps* (CDS). La société a par la suite annoncé que les bonus prévus par le plan pourraient faire l'objet d'une restitution (*clawback*).

Encadré 2 Le régime juridique en France

Rémunération du président et du directeur général fixée par le conseil d'administration (art. L. 225-47 et L. 225-53 du Code de commerce), ce n'est pas une convention réglementée (Cass. com. 3 mars 1987).

Engagements portant sur les rémunérations différées (art. L. 225-42-1) des retraites complémentaires, des indemnités de départ :

- soumis à la procédure des conventions réglementées (loi Breton, 26 juillet 2005) ;
- devant comporter des conditions de performance (loi TEPA – travail, emploi, pouvoir d'achat –, 21 août 2008) ;
- publicité de l'engagement et des conditions de performance (loi TEPA, 21 août 2008).

Obligation de conservation des actions résultant de l'exercice d'options ou d'AGA (art. L. 225-185, L. 225-197-1 II et loi du 30 décembre 2006). Conditions mises à l'attribution de stock-options et d'actions de performance (loi du 30 décembre 2008).

Sociétés cotées : obligation de référence à un code de gouvernement d'entreprise et à ses dispositions relatives aux rémunérations (*comply or explain* : 3 juillet 2008, art. L. 225-37, *al.* 7 et L. 225-68, *al.* 8).

LE SAY ON PAY EST-IL UNE SOLUTION VERTUEUSE ?

Si le *say on pay* semble en passe de s'imposer, contribuera-t-il à une meilleure régulation des rémunérations des dirigeants ?

On peut l'espérer en termes de transparence : les actionnaires seront attentifs à obtenir une information complète et précise.

Qu'en est-il de la modération escomptée ? La « démocratie actionnariale » peut-elle contribuer à une évolution mieux maîtrisée des rémunérations ?

Force est de constater que ce dispositif, là où il est déjà appliqué, n'a pas conduit, sauf dans quelques cas exceptionnels, à prévenir les excès, ni à modérer l'évolution desdites rémunérations⁸.

Encadré 3

Le *say on pay* en Grande-Bretagne

La Grande-Bretagne a été pionnière en la matière en imposant dès 2002 aux sociétés cotées un rapport du conseil sur la rémunération des administrateurs (y compris exécutifs) soumis à l'approbation des actionnaires. Le fait est que pour les dirigeants des sociétés du FTSE 100, les rémunérations globales ont continué à augmenter comme ailleurs dans des proportions qui n'avaient rien à voir avec l'évolution de l'ensemble des salaires, ni celle de la valeur des actions. Quelques scandales liés à des parachutes dorés accordés à des patrons défailants ont continué à défrayer la chronique. Le *say on pay* a toutefois amélioré le dialogue entre investisseurs et émetteurs et fourni aux actionnaires un moyen d'exprimer leur appréciation du management de la société moins radical que les deux moyens extrêmes que sont le rejet des comptes et la révocation.

Il faut avoir à l'esprit que le corps électoral des AG d'actionnaires est très différent de celui des élections politiques et que les préoccupations d'équité sociale ne sont pas leur priorité. L'actionnariat est majoritairement composé d'institutionnels, en forte proportion étrangers⁹, et ceux qui exercent le vote sont des gérants qui doivent se prononcer pour le compte d'autrui sur un nombre considérable de résolutions d'AG regroupées sur un laps de temps très court. Ces actionnaires subissent l'influence de certains fonds activistes et suivent le plus souvent les recommandations des agences de conseil en vote¹⁰.

La consultation de l'AG des actionnaires sur la rémunération des dirigeants peut toutefois avoir des effets positifs. Elle incite les entreprises et leurs conseils à dialoguer sur ce sujet avec les principaux actionnaires, les grands investisseurs et les agences de vote en amont de l'AG¹¹. Elle contribue à responsabiliser toutes les parties prenantes, dirigeants, comités de rémunération, actionnaires eux-mêmes, et à conférer aux décisions prises une plus grande légitimité.

Encore faut-il que sa mise en œuvre ne conduise pas à court-circuiter ou à démotiver le conseil d'administration et que le processus de décision soit aussi professionnel que possible. Tel est le sens des recommandations formulées par l'IFA (Institut français des administrateurs).

• « Si l'on doit mieux reconnaître l'importance du rôle de l'AG sur le sujet des rémunérations, il ne faut pas sous-estimer le rôle du conseil et le déresponsabiliser car cela serait clairement contre-productif. Il est de la responsabilité première des conseils d'administration de sélectionner les dirigeants, d'évaluer leur performance et de fixer leur rémunération. Tout ce qui conduirait à remettre en cause ou à affaiblir leur rôle en la matière irait à l'encontre de l'objectif recherché. Les conseils d'administration et leurs comités de rémunération doivent disposer de tous les moyens (accès des

administrateurs à l'information et à l'expertise nécessaires sur ces sujets d'une grande complexité, débat collégial en conseil hors la présence des dirigeants concernés) pour prendre en pleine connaissance de cause les décisions qui leur incombent. »

- « Il ne faut pas uniquement se focaliser sur la question du vote consultatif ou contraignant¹². De notre point de vue, le véritable enjeu est de permettre au conseil d'administration de prendre des décisions (au moment du recrutement d'un nouveau directeur général, par exemple) sans attendre l'AG, décisions qu'il sera conduit à modifier si l'AG n'approuve pas les résolutions qui lui sont soumises. »

DES PROCESSUS DE DÉCISION PROFESSIONNELS ET TRANSPARENTS

L'élaboration du package de rémunération du ou des principaux dirigeants doit être réalisée par le comité de rémunération du conseil, hors la présence des intéressés. Le comité est composé d'administrateurs indépendants et présidé par l'un d'entre eux.

L'établissement du *benchmark* à retenir doit être piloté par le comité de rémunération (et non par les dirigeants eux-mêmes) assisté, le cas échéant, par des conseils (qui peuvent être différents de ceux utilisés par l'entreprise).

Les critères à prendre en compte doivent être adaptés au secteur, à la taille, à la culture de l'entreprise ainsi qu'aux spécificités de son marché national. La référence à un marché mondial du dirigeant est souvent artificielle et toujours inflationniste¹³.

Tous les outils de rémunération doivent pouvoir être utilisés et il appartient aux comités de rémunération de proposer et aux conseils de retenir ceux qu'ils considèrent les plus adaptés. La fiscalité des instruments est du ressort de l'État qui doit veiller à ce qu'elle ne soit ni confiscatoire, ni constamment modifiée.

Les décisions prises par le conseil d'administration, sur le rapport de son comité de rémunération, doivent être expliquées de manière aussi complète, précise et intelligible que possible dans le rapport de gestion annuel et à l'AG des actionnaires. Il est de bonne pratique que la rémunération des dirigeants soit présentée à l'AG par le président du comité de rémunération s'exprimant au nom du conseil.

LA LOI OU LE CODE ?

Sur ces questions d'une grande complexité et très techniques, le législateur

devrait dans sa sagesse s'en tenir à poser des principes (périmètre d'application, transparence de l'information, droits des actionnaires...) et renvoyer les modalités de mise en œuvre aux recommandations professionnelles (codes de gouvernance) et à la décision des conseils d'administration opérant sous le contrôle des actionnaires.

Faut-il nommer un représentant des salariés dans les comités de rémunération ?

Les comités du conseil, dont la fonction est limitée à préparer les délibérations et les décisions dudit conseil, doivent être exclusivement composés d'administrateurs. Si le conseil comprend des administrateurs salariés, comme c'est le cas de 20 % environ des sociétés du CAC 40 et comme l'a recommandé le rapport Gallois pour les sociétés cotées d'une certaine taille, rien ne fait obstacle à ce que l'un d'entre eux soit choisi par le conseil pour siéger dans le comité de rémunération avec les mêmes droits et les mêmes devoirs que les autres administrateurs. Sa présence peut être de nature à mieux prendre en compte dans les décisions du conseil l'état d'esprit et les réactions des salariés de l'entreprise. Il faut toutefois souligner que, du fait du contrat de travail qui le lie à l'entreprise, l'administrateur salarié ne peut pas être considéré comme un administrateur indépendant au sens du code de gouvernance.

Qui doit dialoguer avec les grands actionnaires et les principaux investisseurs sur la rémunération des dirigeants ?

Les pratiques française et britannique sont en la matière très différentes. Alors qu'au Royaume-Uni, la concertation avec les grands investisseurs est conduite par le président non exécutif du conseil, l'administrateur référent et le président du comité de rémunération du conseil, elle demeure en France de la responsabilité du principal dirigeant exécutif, PDG ou directeur général, et de son équipe de direction.

La modération : oui, mais comment ?

Les réponses à la consultation organisée par le Trésor en septembre 2012 sur le thème de la régulation des rémunérations des dirigeants font ressortir une large palette de positions, depuis le plafonnement par la loi jusqu'au renforcement de la transparence, en passant par une responsabilisation accrue des conseils d'administration et l'introduction en France du *say on pay*.

Un projet de loi sur le sujet est annoncé en France pour la fin de 2012, ainsi qu'une prise de positions de la Commission européenne sous forme de directives ou de recommandations. À suivre donc.

L'IFA, à l'instar de tous ses homologues en Europe, s'est prononcé pour une totale transparence et la recherche d'une plus grande modération en la matière, une réaffirmation du rôle et un renforcement des moyens d'action des conseils d'administration et de leurs comités de rémunération, l'introduction d'un vote consultatif de l'AG sur le paquet de rémunération des dirigeants mandataires sociaux. Il recommande d'ailleurs l'inclusion des règles de bonne conduite dans le code de gouvernance plutôt que dans la loi et le contrôle de leur application au travers d'une mise en œuvre plus rigoureuse du principe « appliquer ou expliquer ».

NOTES

1. Adoptée par la SEC (Securities and Exchange Commission) le 25 janvier 2011, la règle qui oblige les sociétés cotées à soumettre les rémunérations de leurs dirigeants au moins une fois tous les trois ans au vote consultatif des actionnaires.
2. C'est déjà le cas en Suède, en Norvège et aux Pays-Bas.
3. La Commission européenne envisage d'inscrire ce principe dans une directive ou une recommandation qu'elle présentera avant la fin de l'année dans le prolongement du Livre vert sur la gouvernance d'entreprise.
4. Arrêt Zacharias, avril 2012.
5. À l'AG de 2012 de Safran, une résolution sur l'indemnité de départ du PDG a été rejetée par 55 % des voix.
6. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, la distinction entre administrateurs et dirigeants mandataires sociaux n'est pas aussi tranchée et la règle de base est que la rémunération des administrateurs (exécutifs ou non) est fixée par le conseil. Les actionnaires n'ont donc en principe comme arme que le droit de révoquer ces derniers.
7. Ce n'est pas une convention réglementée (Cass. com. 3 mars 1987).
8. C'est au Royaume-Uni que les rémunérations sont les plus élevées en Europe (voir également l'étude sur six ans du *say on pay* au Royaume-Uni : un rapport de RailpenInvestments et PIRC Limited par Deborah Gilshan).
9. Selon l'OCDE, 60 % de la capitalisation boursière française est détenue par des institutionnels dont la moitié sont d'origine étrangère. Le ratio d'institutionnels est de 80 % au Royaume-Uni avec également une forte proportion d'étrangers.
10. ISS, Glass Lewis ou, en France, l'Association de gestion financière (AFG).
11. Ce que confirme une récente étude de SODALI menée auprès des investisseurs internationaux sur leurs attentes (SOP, septembre 2012).
12. Dans la pratique, les conseils prennent en compte les votes de l'AG, même lorsque ces votes ne sont juridiquement pas contraignants.
13. Le théorème de Veblen indique que lorsqu'on ne peut pas établir la valeur pratique d'un bien ou d'un service, on préfère le payer plus cher. De ce point de vue, l'exigence de transparence a eu des effets plutôt pervers, qui ont été renforcés par les effets mécaniques du *benchmarking* pratiqué par les comités de rémunération. Ceux-ci ont semble-t-il une tendance instinctive à placer leur poulain dans le troisième quartile des tableaux de comparaison que leur présentent les consultants spécialisés, ce qui fait perpétuellement augmenter la moyenne.