



LES RÉMUNÉRATIONS DES DIRIGEANTS DE SOCIÉTÉS AMÉRICAINES : JUSTIFICATIONS ET DÉRIVES

BORIS JEANNE
STÉPHANE PAILLAUD*

Lors d'un sondage effectué en 2005, 92 % de ceux qui se présentaient comme « *conservative* », croyaient que le travail et la persévérance permettaient de dépasser les handicaps sociaux culturels initiaux. Parmi ceux qui se décrivaient comme « *libéral* » (acception américaine du terme, c'est-à-dire « à gauche » dans le sens européen courant), ils sont encore 65 % à le penser également. Ces chiffres soulignent la large adhésion de la société américaine aux fondements de l'« American Dream ». Dans ce modèle, les rémunérations des dirigeants sont censées constituer la juste récompense des risques pris avec succès. Le contrôle du lien entre coût de la gestion (rémunération des salariés dirigeants) et performances des entreprises est du ressort de la vigilance des actionnaires. Le régulateur s'attache simplement à faciliter ce rôle en visant la transparence dans la publication des différentes

formes de rémunération des dirigeants de sociétés. Ce modèle reste central malgré les nombreuses dérives observées dans sa mise en œuvre. Seules ses modalités s'adaptent en permanence pour tenter de rééquilibrer le « contrat d'agence » qui lie gestionnaires et actionnaires.

LES RÉMUNÉRATIONS SONT CENSÉES REFLÉTER LES NIVEAUX DE RISQUE ET DE PERFORMANCE DES DIRIGEANTS SOUS LE CONTRÔLE DES ACTIONNAIRES

Les rémunérations des dirigeants américains continuent de croître et de se diversifier

En 2005, la rémunération médiane des CEO de 200 plus grandes sociétés

* Agence financière aux États-Unis (New York), Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique, MINEFI. Cet article n'exprime pas un point de vue institutionnel et n'engage que ses auteurs.

cotées s'est élevée à environ 8,4 millions de dollar¹, soit une hausse de 10% par rapport à l'année précédente.

Les composantes de ces rémunérations sont complexes et n'ont pas toutes les mêmes dynamiques. Ainsi, le salaire de base médian n'augmente que de 3,8 % à 1 million de dollar alors que les bonus croissent de 7,7 % à 2,1 millions de dollar. Les *stock options* sont en hausse de 3 % à 2,1 millions de dollar, après une baisse de 7 % l'année précédente, mais la valeur des actions distribuées dans le cadre de plans de performance de long terme progresse de 15 % à 1,9 million de dollar. La médiane des « autres » compensations a progressé de 13 % à 188 000 dollars. Cette composante n'est donc pas seulement la plus obscure - elle regroupe des avantages divers comme l'utilisation de voitures de fonction ou d'avion privé - mais est donc aussi maintenant l'une des plus dynamiques. Cette croissance est en partie le résultat du renforcement par le régulateur des obligations de publication de toutes les formes de rémunérations.

Barry Diller, CEO de InterActive Corp, un groupe de communication diversifié, détient le record de rémunération d'un CEO de grande entreprise pour 2005 avec 295 millions de dollar, versés, essentiellement sous forme de *stock options*.

Pour 2006, les chiffres exhaustifs seront connus dans quelques mois après le dépouillement des déclarations administratives obligatoires que chaque entreprise cotée doit déposer auprès de la SEC (Security and Exchange Commission). Ils pourraient de pas s'avérer aussi dynamiques. Une étude

encore très parcellaire de Bloomberg News, portant sur seulement 33 CEO, souligne en effet une stabilisation, voire un léger tassement de la rémunération globale des dirigeants de grandes entreprises. Ces tendances restent à confirmer.

Les fondements théoriques et culturels de la rémunération des dirigeants américains : performance, prix du risque et « American Dream »

Les bonus de Wall Street, exemple pur de la rémunération au résultat

Les bonus annuels des banques de Wall Street sont habituellement les premiers à être rendus publics. Ces bonus sont observés avec attention, y compris par le grand public new yorkais : ils représentent un paramètre de référence pour les rémunérations des dirigeants des autres secteurs et constituent une partie intégrante du « rêve new yorkais ». Selon les autorités de régulation (le Contrôleur de l'État de New York), les banques de Wall Street ont déclaré vouloir distribuer, au titre de 2006, 24 milliards de dollar de primes de fin d'année, soit 17 % de plus que leur précédent record de 2005. Cette somme correspond à un bonus moyen de 125 000 dollars par employé. Le produit de l'impôt local (ville et État de New York) sur ces revenus est estimé à 2,1 milliards de dollar, soit un taux moyen inférieur à 10 %.

Les bonus annuels constituent une part essentielle, et flexible, de la rémunération des employés de Wall Street. Leur évolution est directement reliée



aux résultats de la banque. En effet, au vu de leurs rapports trimestriels, tout se passe comme si les banques d'affaire assuraient à leurs salariés une stabilité approximative à 50 % du ratio rémunération (y compris bonus) sur produit net bancaire. Dans le cas de Goldman Sachs, ce ratio se monte, sur l'année fiscale 2005, à 48 %. Les rémunérations ont cru, comme le produit net bancaire, de 21 % sur l'année. Si le niveau de ces ratios diffère légèrement selon les institutions (49,3 % pour Lehman Brother, 47,8 % chez Merrill Lynch, ou encore 42,2 % chez Morgan Stanley), leur stabilité est presque toujours assurée (sauf chez Morgan Stanley, mais la période est exceptionnelle avec l'impact des primes de départ pour l'ancienne direction générale et des diverses démissions). Le contrat moral qui lie implicitement les banques à leurs employés peut s'exprimer en termes simples : « chaque dollar gagné est partagé, à parts presque égales, entre la banque et les salariés ».

Ce système de rémunération a le mérite d'être transparent et de fixer des « règles du jeu » claires et motivantes pour les dirigeants, les employés et les actionnaires. Il échappe de ce fait à nombre de critiques émises contre les systèmes de rémunérations des dirigeants des autres secteurs. Dans la période récente, ce système a été en partie déséquilibré cependant, car soumis à la pression des rémunérations des gestionnaires des fonds alternatifs, pour l'essentiel anciens de ces mêmes banques de Wall Street. La rémunération de ces derniers a été forte en 2001/2005. Les 26 meilleurs gérants de Hedge Funds auraient reçu, en 2005,

363 millions de dollar en moyenne soit 45 % de plus qu'en 2004 selon le magazine Institutional Investor's Alpha. Un effet d'aspiration vers le haut joue et les médiocres performances des fonds alternatifs en 2004/2006 n'ont pas encore inversé le mécanisme.

Avec un bond de 70 % de ses profits à 9,5 milliards de dollar (après distribution des salaires et impôts) et une hausse de 59 % de la valeur de ses actions, Goldman Sachs a conforté sa place de principale et plus profitable banque d'investissement de Wall Street. Du coup les rémunérations se sont envolées. 16,5 milliards de bonus ont été distribués en fin d'année, soit une hausse de 40 % par rapport à l'année dernière. Ils correspondent à un bonus moyen de 623 000 dollars par employé. La disparité des rémunérations est importante entre certains employés n'ayant pas respecté leurs objectifs, qui peuvent ne pas avoir de bonus du tout, ou une secrétaire qui peut toucher (quand même) 120 000 dollars de bonus et le nouveau CEO, Lloyd Blankfein, dont la rémunération se monte à 54 millions de dollar pour cette année 2006. Son prédécesseur, Henri Paulson, s'était contenté, l'année précédente, de 38 millions de dollar. Encore M. Blankfein n'a-t-il pas été CEO toute l'année. Conformément aux pratiques habituelles de Wall Street, le CEO n'est pas automatiquement l'employé le mieux rémunéré de la banque : la rémunération horaire moyenne de certains traders vedettes peut ainsi atteindre 33 000 dollars. « L'aspiration vers le haut » causée par les Hedge Funds et la nécessité d'éviter la « fuite des talents » jouent manifestement



tement. La différence, essentielle, est que les gérants de Hedge Funds sont rémunérés en cash, alors que les banquiers d'affaires sont associés au destin de leur maison par des bonus en actions ou en *stock options* importants.

Le cas de John Mack est à ce titre emblématique. La rémunération (40 millions de dollar en 2006) du CEO de Morgan Stanley, est en effet entièrement constituée d'actions (36 millions) et de *stock options* (4 millions), pour sa première année complète à la tête de la banque. Il n'avait touché « que » 11,5 millions de dollar pour ses cinq mois de travail en 2005. Il a ainsi souhaité montrer sa détermination à œuvrer strictement dans l'intérêt des actionnaires. Cette décision constitue un message adressé au public après la crise provoquée par le niveau, jugé excessif par les actionnaires opposants, des rémunérations du prédécesseur de John Mack, Philip Purcell (44 millions de dollar pour 2005, plus des indemnités de départs chiffrées à 113 millions de dollar).

Ces banques d'affaire ont une activité d'intermédiation et la question du niveau de leur rentabilité peut être posée en termes de degré de captation de la richesse intermédiée et de leur degré de contrôle oligopolistique (capacité de fixation des commissions par exemple sur le marché des IPO). Ce débat n'est pas ouvert aux États-Unis (à la différence par exemple du coût des transactions sur les bourses, débat lancé par les banques eux-mêmes...). Par ailleurs, le coût d'utilisation des capacités productrices (essentiellement le capital humain dans le cas de ces banques) restant corrélé aux profits, les rémunérations de leurs dirigeants ne

souèvent aucune critique de la part des actionnaires. Chaque employé de Goldman Sachs a en moyenne rapporté 550 000 dollars à l'entreprise en 2006 même après avoir été payé. Résultat des programmes successifs de distribution d'actions et de *stock options*, les dirigeants et les salariés des maisons représentent d'ailleurs une part non négligeable de l'actionnariat de leur banque. Encore une fois le cas de John Mack, avec des bonus entièrement en actions, est exemplaire de l'alignement des intérêts des dirigeants et des actionnaires. De ce point de vue, les bonus de Wall Street ne sont pas significatifs de la question d'ensemble des rémunérations de dirigeants des sociétés américaines. Ils échappent à des critiques techniques essentielles. Dans le monde du risque maximal assumé et par son côté incitatif pur, le système de rémunération des banques d'investissement ne nuit pas à leur rentabilité. Au contraire, elle stimule la créativité qui l'alimente.

Le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance de la société est parfois distendu alors que la taille de ces rémunérations est devenue une question micro économiquement sérieuse ainsi que macro économiquement significative

Le débat américain sur les rémunérations se concentre traditionnellement sur la corrélation entre le niveau de rémunération des dirigeants et les critères possibles de performances de l'entreprise (évolution boursière, résultats économiques et profits, taille, indicateurs financiers, innovations stratégiques, etc.). Les consultants



spécialisés, surtout ceux utilisés par les comités de rémunérations des conseils d'administration, y ajoutent le critère du « prix de la rétention » : la rémunération nécessaire pour conserver le CEO et éviter qu'il ne quitte l'entreprise pour des sociétés concurrentes et plus généreuses. Ce dernier critère remplace souvent celui de la « comparabilité » (rémunérations des entreprises comparables) mais, introduit un biais net à la hausse. Au total, la multiplicité des critères rend complexes les liens entre rémunérations des CEO et performances des sociétés.

D'une manière générale, ce lien n'est pas empiriquement visible et ne semblerait pas prouvé théoriquement. Il semble ne pas exister systématiquement, ou du moins être très lâche, selon certaines études. La moitié des entreprises les plus généreuses avec leurs CEO ont sous-performé le marché boursier en 2004. Sur les cinq années se terminant en 2004, les rémunérations versées aux 300 dirigeants les mieux payés des 60 entreprises (5 par entreprise) ayant eu les plus fortes pertes en capital (- 769 milliards de dollar) se sont élevées à 12 milliards de dollar² soit une moyenne de 8 millions de dollar par cadre et par an.

Les résultats dépendent de la taille de l'entreprise et de l'environnement d'affaire, notamment juridique. Selon une étude d'un professeur de Stanford, Robert Daines³, menée sur des données de 1991 à 2002, les petites entreprises les plus généreuses avec leur CEO ont plutôt surperformé le marché, ce qui tendrait à prouver que, dans ces cas, les revenus sont calibrés en fonction des performances effectives des dirigeants. La corrélation est plus forte

lorsque le CEO est largement payé en actions ou *stock options* et lorsque l'entreprise possède un actionnaire majoritaire. En revanche, la relation s'inverse pour les grandes entreprises et devient paradoxalement faible lorsque l'environnement d'affaire, notamment la régulation, laisse des marges de créativité stratégiques réduites aux CEO.

Non toujours justifiés par les performances financières ou économiques de l'entreprise, ces niveaux de rémunération de CEO tendent à devenir des sources de distorsions microéconomiques, notamment en termes de hiérarchie salariale. La dispersion des rémunérations à l'intérieur des principales sociétés aux États-Unis tend actuellement à s'élargir rapidement. La rémunération moyenne annuelle des CEO des sociétés du S&P500 représente actuellement environ 4 200 fois le salaire minimum légal annuel ; le rapport était de 1 à 40 au début des années 70. Le CEO moyen du S&P 500 a été, en moyenne, 411 fois mieux payé qu'un employé américain non-cadre en 2005, en retrait par rapport au record de 2000 (525 fois) mais largement supérieur aux 301 fois en 2003, et surtout 107 fois en 1990 et 42 en 1982⁴. Une étude relativement ancienne de la revue *Administrative Science Quarterly* établissait la corrélation négative entre la dispersion des salaires dans une entreprise et le niveau de qualité des produits⁵.

Les rémunérations des CEO peuvent peser sensiblement sur les RoE. S'agissant des sociétés du S&P 500, le rapport de la masse salariale des principaux cadres dirigeants au profit total de leurs entreprises a doublé entre 1993/1995 et 2001/2003 : 10 % contre 5 %⁶.

La banqueroute de l'équipementier automobile Delphi, à l'automne 2005, avait mis en exergue les tensions que peut engendrer la disparité des gestions salariales dans une même entreprise en difficulté. Le plan de restructuration « chapitre 11 » prévoyait une baisse du salaire horaire, une réduction des garanties de retraite et une réforme de la couverture maladie, le tout en fort contraste avec un volet de hausse des rémunérations pour les dirigeants (21 millions de dollar de bonus semestriels pendant la phase de redressement judiciaire et 88 millions de dollar de primes à la sortie). Ce type de plan de rétention des cadres dirigeants est habituellement justifié par la nécessité de retenir les dirigeants de l'entreprise pendant cette période de risque élevé pour la survie de l'entreprise mais l'impact de ce contraste de traitement entre les différents « stakeholders » de l'entreprise a été très fort sur les médias et le personnel. Le syndicat UAW avait porté plainte, organisé des manifestations et lancé une campagne médiatique. De telles clauses salariales de dirigeants d'entreprises en faillite devraient être limitées sous la nouvelle loi sur les règlements judiciaires (Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005) entrée en vigueur le 17 octobre 2005, après que Delphi se soit placé sous la protection de la justice.

Un facteur nouveau : compenser la « précarité de position »

Les niveaux de rémunérations sont censés refléter la qualité du dirigeant, normalement mesurée par les performances de l'entreprise, éventuellement

pondérée par son niveau de risque personnel. Le turn-over des CEO américains est important et semble s'accélérer dans la période récente. La structure des rémunérations héritée des années 90, notamment l'importance des actions et *stock options*, faisait peser une forte incertitude sur le profil inter-temporel de leurs gains. Cette structure tend actuellement à évoluer rapidement, en partie pour compenser la « tenure précaire » des positions de dirigeant et notamment pour contourner les exigences des actionnaires « activistes ».

Tout se passe comme si les dirigeants de société ont cherché à maximiser les gains sous contrainte d'horizon temporel rapproché. Ils semblent s'être prémunis contre les fluctuations boursières : la part des bonus dans les rémunérations totales a plus que doublé entre 2001 et 2004 et, inversement, depuis l'éclatement de la bulle boursière, la part des *stock options* dans la rémunération totale des CEO est passée de 66 % à 31 % en 2004⁷. Le poids médian de l'actionnariat salarial dans les 200 plus grosses entreprises est cependant passé de 10 % en 1994 à 14 % en 2004, malgré la baisse des distributions d'actions et de *stock options* observée depuis 2003. Moins d'employés sont éligibles à ces distributions mais ceux qui le restent reçoivent plus d'actions.

La structure des rémunérations des dirigeants a évolué également par prise en charge des impôts par l'entreprise, de manière peu transparente le plus souvent. La rémunération publiée, devenue nette d'impôts, peut sembler évoluer modérément dans les présentations courantes des comptes, alors que



le coût effectif pour l'entreprise augmente en fait fortement. Ce coût effectif peut représenter jusqu'à un doublement du salaire affiché⁸ pour tenir compte des taux d'imposition et de l'imposition marginale du supplément de rémunération servant à payer les impôts. 52 % des entreprises du S&P déclarent payer la totalité ou une partie des impôts d'au moins un de leurs cadres, contre 38 % en 2000⁹. À titre d'exemple ayant reçu un certain écho médiatique, M. Nardelli, l'ancien PDG de Home Depot, ne payait aucun impôt, local ou fédéral, sur ses revenus (2 millions de dollar de salaire de base) comme sur ses avantages en nature (voiture, avion...). Home Depot déboursait pour ce faire plus de 3,3 millions de dollar chaque année.

Enfin, les clauses financières de départ des CEO représentent l'aspect le plus médiatique, et souvent le plus controversé, de cette stratégie de compensation de la précarité de « tenure ». Ces clauses sont le plus souvent désormais fixées « à l'entrée », au moment du contrat initial, et sont dans cette mesure indépendantes de la performance réelle des CEO durant leur « tenure ». Dans certains cas, le volume des primes de départs des dirigeants, pourtant écartés le plus souvent pour performances insuffisantes, ajoute même aux risques des entreprises en difficultés financières.

La « précarité de position » ne justifie pas pour autant toujours le niveau des rémunérations. Sur une période longue de 1992 à 2005, la somme des rémunérations, en seules *stock options*, de certains salariés dirigeants ont pu approcher voire dépasser le milliard de dollar. Ainsi, M. McGuire

de UnitedHealth Group a touché 2,1 milliards de dollar, avant d'accepter sous la pression d'en rendre une partie : ces sommes provenaient pour l'essentiel d'options antidatées. MM. Ellison d'Oracle, Weill de Citigroup ou encore Eisner de Disney ont bénéficié respectivement de 1,5 milliard de dollar, 979 et 919 millions de dollar en *stock options*.

Le départ de M. Eisner de Disney est un exemple du pouvoir des actionnaires récemment acquis mais aussi des limites de ce pouvoir dans la détermination des conditions de départ. Les clauses généreuses de départ pouvaient difficilement être justifiées dans ce cas comme une rémunération de la précarité (ou d'ailleurs de la performance de la société), le CEO de Disney apparaissant jusqu'à l'année dernière comme en bonne voie pour réaliser une « tenure » de deux décennies. Le bonus annuel de M. Eisner a cru de 26 % à 9,1 millions de dollar en 2005, alors qu'il est parti en cours d'année. Une rémunération de 8 millions de dollar par an pendant deux ans (ou un an s'il retrouve d'ici là un emploi dans une entreprise jugée concurrente) a été garantie, outre une retraite de 300.000 dollars par an.

Le débat sur les rémunérations devient vif lorsque les performances de l'entreprise ne suivent pas de manière évidente la dynamique des compensations des dirigeants. Récemment, Robert Nardelli, ancien CEO de la chaîne de magasins Home Depot, qui a dû démissionner pour manque de résultats, a été vivement critiqué par les médias et certains actionnaires lorsque le montant de sa prime de

départ (210 millions de dollar) a été rendu public. De même, le coût du départ (213 millions de dollar dont 83 millions de dollar de retraite) de Henry McKinnell de la tête de Pfizer a ému car, sous sa direction les actionnaires ont vu la capitalisation de Pfizer diminuer de 137 milliards de dollar. La notion de « Pay for failure » est l'exacte antithèse de la juste récompense, principal ressort du « rêve américain ».

**Justifications culturelles :
« hard work », récompense du
succès, évergétisme**

L'« American Dream » suppose que chacun puisse bénéficier d'un mécanisme de mobilité sociale fondé idéalement sur des efforts individuels (self-reliance) en termes de travail (hard work) et de prise de risque personnelle. Ces efforts personnels sont censés être nécessaires pour déclencher l'ascension sociale individuelle. La figure de l'entrepreneur et l'esprit de prise de risque sont consubstantiels à ce modèle social, qui veut que seuls devraient « gagner » ceux qui ont tenté leur chance et fourni les efforts nécessaires. Les exemples de réussites individuelles sont largement relayés et amplifiés par les médias : les *success stories* entretiennent cette aspiration et enracinent cette référence, établissant de ce fait un modèle social. La fluidité de la société légitime la récompense monétaire du succès individuel, fruit du travail et de l'esprit d'entreprise. Dans un discours du 6 février à Omaha (Nebraska, la ville de Warren Buffett), le président de la Réserve Fédérale, Ben Bernanke, a décrit ainsi les fondements de ce

modèle, culturel autant qu'économique : « Bien que nous autres Américains, nous nous efforçons d'offrir l'égalité des opportunités économiques, nous ne garantissons pas l'égalité des résultats économiques, et nous ne le devons pas. En effet, sans la possibilité de résultats inégaux dus aux différences d'efforts et de talents, les incitations économiques au comportement productif seraient éliminées et notre économie de marché fonctionnerait de façon beaucoup moins efficiente ».

En annonçant l'an dernier qu'ils légueraient l'essentiel de leur fortune estimée à plusieurs dizaines de milliards de dollar à un projet caritatif, Warren Buffett et Bill Gates, probablement les deux plus riches Américains, ont sans doute contribué à renforcer encore l'adhésion à ce modèle. Le premier a notamment décidé de léguer à la fondation du second 30,7 milliards de dollar. La fondation Gates est ainsi devenue le plus important organisme caritatif privé du monde. Avant même le don de Warren Buffett elle avait dépensé, en 2005, 1,4 milliard de dollar dans des programmes de lutte contre le Sida, soit l'ordre de grandeur du budget annuel (1,7 milliard de dollar) de l'Organisation Mondiale pour la Santé. D'une manière générale, les annonces de Buffett et Gates ont, par leur taille et l'intention de leurs auteurs, eu une résonance politique certaine. Les deux se sont prononcés contre la loi abolissant les droits de succession d'ici 2010, au motif qu'elle augmenterait les disparités patrimoniales au-delà d'un niveau compatible avec le « rêve américain » de l'ascenseur social, dont ils sont l'expression personnifiée. Ils



ont, en effet, construit leur fortune en une génération en développant la valeur de l'entreprise qu'ils ont créée. Leurs héritiers recevront un patrimoine important, leur permettant de vivre « confortablement » et surtout de « démarrer » dans la vie afin de faire la preuve de leur esprit d'entreprise, mais pas l'ensemble de leur fortune. Un décalage entre une conception sociale de la « solidarité intergénérationnelle », réalisée à travers l'héritage du patrimoine, et une vision plus individualiste de la réussite, fondée sur les seules œuvres d'un individu mis en situation en compétition, se décèle à travers ces exemples. Les « héritiers » n'ont jamais été des « *role models* » pour la société américaine, à la différence des « *self-made-men* » partis de rien. Le rugged individualism reste une tradition toujours vivace dans ce pays même et surtout s'il rentre en collision avec le développement de la société des nouveaux droits (« entitlements society », essentiellement les droits sociaux héritiers du New Deal des années 30 et de la Grande Société des années 60) et le rôle contemporain de l'État.

L'impact social de la philanthropie américaine est par ailleurs important et participe à l'acceptation générale des disparités de revenus. De ce point de vue, les initiatives de Buffett et de Gates ne constituent en rien des exceptions, sauf par leur ampleur. Les Américains fortunés reversent naturellement, ou sous pression morale (« *peer pressure* »), une partie notable de leurs revenus pour aider leur communauté, à travers des dons à des écoles, à des universités, à des hôpitaux, à des musées, à des fondations charitables, à leurs établis-

sements de culte, etc. Les bancs des parcs publics et les salles de musée portent ainsi souvent le nom de généreux donateurs. La société américaine accepte d'autant mieux les « *success stories* », que les fortunés se montrent « socialement conscients » (pour utiliser une terminologie contemporaine). Le « *Compassionate Conservatism* » du président Bush reposait en partie sur la généralisation de ce modèle de comportement social. Le modèle en question relève par bien des aspects de l'évergétisme civique de l'Antiquité classique : le notable évergète (« qui aime faire le bien ») de la Cité grecque ou romaine est dans l'idéal peu ou pas taxé mais prend à sa charge nombre de services au public essentiels, depuis l'aménagement urbain et le ludique collectif jusqu'au caritatif et le mécénat intellectuel ou artistique. Il en est récompensé par le prestige public, l'honorabilité civique, la reconnaissance des bénéficiaires et éventuellement une bénédiction spirituelle pour sa conscience religieuse. Ce modèle ne recoupe que partiellement la conception européenne de « l'entreprise citoyenne » et sa dimension compétitive dans la recherche du prestige public le différencie de la simple philanthropie.

De récentes dérives ont mis à mal certains éléments de ce modèle social. L'attribution rétroactive d'options¹⁰, délibérément cachée aux actionnaires et au régulateur, ne peut à l'évidence être considérée comme la rémunération d'un quelconque travail ou la récompense de la moindre prise de risque (sauf judiciaire le cas échéant...). Les cas de dérive du « contrat d'agence » entre gestionnaires et propriétaires minent le modèle du hard work et de



l'entrepreneurship. Par ailleurs, les constats devenus évidents du décrochage relatif des revenus des classes moyennes et de l'inégalité sociale grandissante qui en découle ont alimenté un débat nouveau aux États-Unis par rapport aux termes de discussion traditionnels de la réussite individuelle et des « hauts revenus ». Ces déceptions ou inquiétudes n'ont cependant pas remis en cause jusqu'ici le modèle social de référence.

**« TOO MUCH OF A GOOD THING IS STILL A GOOD THING » (MAE WEST, 1929) :
DÉRIVES DES MÉCANISMES
INCITATIFS ET
DU CONTRAT D'AGENCE**

Aux États-Unis, le débat se situe donc habituellement moins sur le niveau de ces rémunérations que sur leur découplage avec les performances des entreprises. La vigilance des actionnaires est réelle et la pression que ce contrôle exerce a incité certains des CEO les mieux payés à migrer vers des entreprises contrôlées par les fonds de private equity non soumises à l'activisme actionnarial.

Pour autant, cette vigilance n'a engendré que des succès partiels, n'assurant pas un rééquilibrage systémique du « contrat d'agence » entre le capital et les gestionnaires. Bien qu'une succession de systèmes d'évaluation censés aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants aient été mis en place par les sociétés, ceux-ci ont été régulièrement contournés dans un nombre significatif de cas, de même

que les différentes obligations de transparence, pourtant renforcées par les régulateurs depuis le scandale Enron. Un certain nombre de CEO américains ont poursuivi dans la période récente une stratégie de maximisation de leurs rémunérations en s'affranchissant des contraintes comptables et de gouvernance d'entreprise de droit commun, attitude assez bien résumée par la maxime de l'actrice célèbre des années 30, Mae West.

La manipulation des indicateurs

L'essentiel des manipulations orchestrées, par les directions ces dernières années, visait à la maximisation de la valeur des *stock options* attribuées aux dirigeants. Les options constituent dans une logique d'encouragement à la performance boursière, la part la plus importante de la rémunération variable (et souvent de l'ensemble de la rémunération) des dirigeants américains.

Le nombre total des bénéficiaires de *stock options* aux États-Unis varie entre 8 millions et 14 millions selon les estimations, soit environ 10 % des salariés, pour une valorisation boursière totale de l'ordre de plusieurs centaines de milliards de dollar. Compte tenu d'une généralisation lente du produit, les attributions de *stock options* restent majoritairement pratiquées dans les secteurs technologiques (plus de 80 % des attributions) où plus de la moitié des employés détiennent des *stock options*, suivis par la communication et la finance (respectivement 42 % et 27 % des salariés de ces secteurs détenant des



stock options). Dans les autres secteurs, la détention d'options est nettement inférieure à 10 % des salariés.

La classification des programmes de *stock options* est essentiellement dictée par des considérations fiscales. Les deux principales catégories d'options sont les Statutory Stock Options (SSO) et les Non-Qualified Stock Options (NQSO). Les premières sont caractérisées par différents régimes dérogatoires fiscalement avantageux, et les secondes par une grande souplesse, à la fois dans leur conception et leur politique d'attribution. Les SSO sont subdivisés en Incentive Stock Option (ISO) et Employee Stock Purchase Plan (ESPP).

Les ISO sont réservés aux dirigeants. Proposés par le comité de rémunération du conseil d'administration, ils doivent être ratifiés par les actionnaires dans un délai de 12 mois. Le prix des options ne peut être inférieur à la valeur de marché de l'action au moment de l'attribution. Le bénéficiaire ne doit pas, au moment de l'attribution, détenir plus de 10 % du capital ou des droits de vote de la société, à moins que le prix d'exercice de l'option soit supérieur ou égal à 110 % de la valeur de marché et que la date d'exercice intervienne au minimum 5 ans après l'attribution.

Les NQSO, pour leur part, constituent une catégorie par défaut qui inclut toutes les attributions qui ne satisfont pas les critères de traitement fiscal favorable. Le traitement comptable et fiscal est alors réalisé au cas par cas, en fonction des caractéristiques spécifiques de l'émission.

Les révélations médiatiques sur les anomalies dans les programmes de

stock options concernent essentiellement la rémunération des dirigeants proprement dite, et à ce titre principalement les programmes ISO.

La gestion comptable « agressive » des résultats

Les manipulations comptables comportent un double avantage pour les dirigeants. D'abord, elles permettent d'optimiser leur rémunération à court terme en maximisant leur bonus en cash, souvent indexé directement sur la performance comptable annuelle. Ensuite, elles ont surtout permis de tirer partie de forte corrélation entre l'évolution du cours de bourse et celle des résultats des entreprises, en raison d'une certaine myopie des marchés qui peuvent avoir tendance à surpondérer certains indicateurs de résultats et plébisciter la double absence de mauvaise surprise et de volatilité dans les lignes considérées (alors même que la volatilité est souvent neutralisée par des procédés « créatifs » artificiels peu en rapport avec la logique économique de l'activité).

Ces pratiques, qualifiées pudiquement de « gestion du résultat » et autre « créativité comptable », ont été largement adressées par la loi Sarbanes-Oxley de 2002, faisant suite notamment, aux affaires Enron et Worldcom et considérée comme la plus importante réforme du droit des sociétés cotées aux États-Unis depuis le Federal Securities Act de 1933. Les principales dispositions de Sarbanes-Oxley se sont concentrées sur le développement le contrôle des mécanismes d'audit interne et externe et renforçant les responsabilités civiles et pénales des

directions des entreprises. Parallèlement, le régulateur a développé le recours à la « juste valeur » ou valeur de marché dans les états financiers afin de réintroduire de manière structurelle une volatilité plus proche des réalités financières et économiques des sociétés.

Les manipulations comptables n'ont servi qu'à atténuer une tendance de fond consistant dans le découplage graduel entre la rémunération de leurs dirigeants et leurs performances comptables et financières, alors que l'attention et la structure des mécanismes d'incitation se sont tournées un peu plus vers les résultats strictement boursiers des entreprises.

Ainsi, le ratio de la rémunération des cinq principaux dirigeants sur les résultats nets des sociétés cotées (calculé sur des périodes de deux ans) a plus que doublé entre 1993 et 2002, passant de 5 % à 12,8 %, avant de refluer légèrement en dessous des 10 % sur la période 2001-2003 (ce qui peut être expliqué par le retournement des marchés boursiers sur la période et donc vraisemblablement de la valeur des options des dirigeants).

Si la situation financière des entreprises ne s'est pas nécessairement dégradée sur la période récente, et s'est même souvent améliorée, les dispositifs incitatifs sont devenus incontestablement plus onéreux, laissant envisager que des performances nettement supérieures auraient pu être atteintes, ou que les mêmes résultats auraient pu être engendrés à un coût nettement inférieur. De plus, la complexité des dispositifs ne permet pas toujours de saisir la réalité des évolutions de la rémunération des dirigeants, même pour des analystes avertis, de sorte que

la détérioration du ratio rémunération/résultats pourrait être encore plus importante que ne soulignent les statistiques.

Les attributions rétroactives, backdating et autre springloading

Au deuxième trimestre 2006, la presse américaine inaugurait une campagne sur les pratiques de rémunération des dirigeants et les schémas d'attribution de *stock options* aux CEO. Le débat médiatique a été lancé par le Wall Street Journal dans une série d'articles analysant et critiquant ces mécanismes. Ce faisant, le journal confirmait une fois de plus sa ligne éditoriale résumée par la formule d'un ancien rédacteur en chef : « Le Journal défend le capitalisme, pas les capitalistes ». L'article initial du Wall Street Journal se concentrait sur le cas d'une demi-douzaine de CEO mais se référait à divers travaux universitaires antérieurs, notamment les recherches d'Erick Lie de l'Université d'Iowa, portant sur des échantillons beaucoup plus larges (plusieurs centaines ou milliers de sociétés selon les cas). Toutes les études universitaires aboutissaient à des conclusions similaires : les profils de rendements des options distribuées, aux cadres dirigeants d'un nombre important de sociétés examinées, étaient trop singuliers pour être attribués au hasard. Les prix d'exercice paraissaient systématiquement correspondre à des minima historiques des cours, maximisant le gain par rapport au prix de marché au moment de la réalisation. De même que la « créativité comptable » avait attiré l'attention par l'évolution trop lisse des résultats, les



attributions d'options ont éveillé les soupçons par le caractère trop systématique des plus-values.

Ces universitaires ont mis en lumière cette singularité dès 1998. Trois professeurs de New York University avaient analysé le comportement des actions d'un échantillon de sociétés lors de la période suivant les distributions d'option, pour en conclure que les rendements post-distribution étaient anormalement élevés. L'apport des travaux d'Erick Lie, publiés en 2005, a été d'élargir le champ d'investigation pour inclure la période précédant la distribution. Lie a ainsi établi que, non seulement les rendements étaient anormalement élevés dans la période suivant les attributions, mais qu'ils étaient également, dans une proportion comparable, significativement négatifs dans la période précédente, renforçant les soupçons de manipulation de calendrier et plus précisément d'attributions rétroactives des options analysées.

Par la suite, en se concentrant sur quelques sociétés, la presse spécialisée a pu établir des probabilités spectaculairement faibles à l'hypothèse que les rendements observés aient pu être obtenus « spontanément », sans manipulation de calendrier, allant d'une chance sur 800 000 à une chance sur 300 milliards (soit dans ce dernier cas des chances 2000 fois plus faibles que de gagner à la loterie américaine avec un billet d'un dollar, souligne le Journal). Le CEO de UnitedHealth, à titre d'exemple, détenait en 2006, des options émises à un plus bas boursier au cours de l'année 1999 qui atteignaient l'an dernier une valeur de plus de 700 millions USD.

Parallèlement, Merrill Lynch a mené une étude en juin 2006, portant sur l'ensemble des entreprises du Standard and Poor's 500. Cette étude conclut que les rendements anormaux autour des dates de distribution des options étaient statistiquement significatifs sur l'ensemble des sociétés de l'indice, renforçant ainsi l'hypothèse que les manipulations aient été répandues. Les mises à jour de pratiques discutables se sont concentrées dans les secteurs de la santé et des nouvelles technologies, où les émissions de *stock options* sont les plus répandues. À ce titre, une dernière actualisation des travaux de Lie (juillet 2006) avance le chiffre de 2000 entreprises ayant vraisemblablement manipulé leurs dates d'attributions, soit un peu moins du tiers de l'ensemble des sociétés cotées américaines.

L'attribution rétroactive d'options, à une date où le prix du sous-jacent est inférieur à celui constaté au moment de l'attribution effective, n'est pas en soit interdite. Mais l'absence de divulgation du caractère rétroactif permet à la fois de masquer une dépense comptable et, potentiellement, de contourner une disposition fiscale qui rend non déductible la portion des salaires et rémunération versée aux dirigeants, excédant 1 million USD. Dans la quasi-totalité des cas examinés par les universitaires, les remaniements des dates et valeurs d'exercice ont été effectués à l'insu des actionnaires et des régulateurs, par réécriture comptable non signalée. Or, les options attribuées au prix ou hors prix d'exercice sont considérées comme attachées à la performance future et peuvent être fiscalement déduites par l'entreprise, même si la rémunération du dirigeant est

supérieure à 1 million USD, contrairement aux options in-the money.

La comptabilité des *stock options* est gouvernée par deux règles principales, APB 25 et SFAS 123. L'APB 25 est la plus ancienne règle, elle retient la « valeur intrinsèque » des options. Ainsi, seule la différence entre le cours de l'action au moment de l'émission et le prix d'exercice sera retenue pour valoriser l'exercice de l'option (call). En conséquence, si l'option est out-of-the money ou at-the-money au moment de l'émission, l'entreprise sera dispensée de reconnaître une charge et ne verra pas son résultat net diminué.

La règle SFAS 123, établie en 1995, offre un choix aux sociétés émettrices de *stock options*. Le compte de résultat peut faire apparaître soit une valorisation intrinsèque (conforme à l'APB 25) soit une valorisation fair value issue d'un modèle (généralement Black-Scholes-Merton). Au cas où la méthode APB 25 est retenue, la société doit fournir en annexe des états financiers pro forma, faisant ressortir l'impact d'une valorisation par modélisation. Une réforme de 2003 de la règle SFAS 123, rentrée en vigueur l'an dernier mais dont l'application pratique n'est intervenue qu'en 2006, rend désormais obligatoire la valorisation par modélisation dans les comptes de résultats¹¹.

Du point de vue du titulaire de l'option, les bénéficiaires de programmes ISO (recevant par construction des options out ou at-the-money), ne sont imposables que sur le produit net de la vente ou du transfert définitif de propriété des actions acquises. Le régime fiscal applicable à ces gains est celui des plus-values à long terme, dont le taux

d'imposition est avantageux pour les titres détenus plus de 12 mois.

À l'inverse, les options ne satisfaisant pas ces règles (NQSO), voient leur bénéficiaire potentiellement imposable dès l'attribution, au titre de l'impôt sur le revenu, sur la différence entre le prix de l'option et la valeur de marché du titre sous-jacent. Après exercice de l'option et achat des titres correspondants, le bénéficiaire qui conserve les actions sera par ailleurs imposable au titre de l'impôt sur les plus-values à long terme sur la différence entre le prix de vente des actions et le prix d'exercice de l'option.

Les options sont généralement accordées dans le cadre d'un programme approuvé par les actionnaires et déclaré à la SEC. Or, la majorité de ces programmes s'aligne sur les dispositions dérogatoires fiscales afin de diminuer le coût des attributions, à la fois pour le dirigeant et pour l'entreprise. Le non-respect, ou la manipulation abusive de ces conditions conduit donc à une double violation des dispositions du régulateur fiscal et boursier.

L'essentiel des distributions litigieuses est resté circonscrit à la période entre 1994 et 2002. La loi Sarbanes-Oxley (SOX), ayant considérablement raccourci le délai dont disposent les dirigeants pour rapporter à la Securities and Exchange Commission leurs activités relatives aux titres de leurs entreprises (y compris les achats, ventes, réception et exercice d'options), le faisant passer de 45 jours à 48 heures. La fenêtre d'attribution rétroactive, quoique n'ayant pas totalement disparu, se trouve donc substantiellement rétrécie.

Cependant, une alternative à l'attri-



bution rétroactive pour augmenter de manière comptablement invisible la rémunération des dirigeants réside cependant dans le « springloading ». Le springload consiste en l'attribution de *stock options* aux dirigeants en amont d'une publication favorable ou en aval d'une révélation pénalisante pour le cours de l'action de la société (stratégie plus risquée). De telles pratiques, si elles confèrent potentiellement moins de levier, sont plus difficiles à détecter, et surtout à prouver judiciairement que l'attribution rétroactive frauduleuse pure et simple.

Sur le même modèle que les travaux précédemment cités, une étude publiée en juin par un cabinet spécialisé s'est concentrée sur le calendrier de publication de communiqués de presse de 37 sociétés au sein du S&P 500, dont les CEO touchent un salaire supérieur ou égal à 1 million USD et dont les options cumulées ont une valeur de plus de 5 millions USD. Le rapport décèle que pour deux tiers des entreprises suivies, le calendrier des communiqués coïncide avec une augmentation de la valeur des options peu après leur attribution. Les premiers travaux de David Yermack et de l'équipe de la NYU avaient également conclu à la possibilité d'une gestion intéressée du calendrier des publications d'information des sociétés cotées, sans aller plus avant dans l'exploration des éléments plus spécifiques à ce type de manipulation.

Au-delà même des difficultés de preuve, des incertitudes subsistent quant à la qualification du springloading. Ainsi, de manière contre-intuitive et en exprimant son point de vue personnel lors d'une conférence

d'investisseurs en juillet 2006, le commissaire (républicain) de la SEC Paul Atkins a considéré que les pratiques de springload ne sauraient à ses yeux être assimilées à des délits d'initié. Selon le commissaire, « le conseil d'administration, dans le cadre de son appréciation des affaires, devrait utiliser toutes les informations dont il dispose pour prendre ses décisions d'attributions ». Une majorité d'investisseurs institutionnels présents lors de la conférence a immédiatement fait part de son désaccord avec cette interprétation paradoxale, considérant que le surcroît de rémunération était atteint au détriment des actionnaires, victimes des effets d'agence, et que la manœuvre se réduisait à une manipulation frauduleuse. En tout état de cause, les régulateurs (SEC, plusieurs régulateurs d'États) et le Ministère de la Justice ont lancé, à la suite de la campagne médiatique, une enquête très vaste, qui a abouti à plusieurs inculpations, à des nombreuses démissions de CEO et enfin à de multiples rectifications de comptes. Plus de 200 entreprises sont concernées par ces enquêtes.

L'insuffisance de transparence des « rémunérations garanties » : nouvelle cible de la régulation

La problématique centrale soulevée par les récents dévoilements est celle de l'opacité des dispositifs et du manque d'information des différents stakeholders. En sus des attributions douteuses, se sont en effet développées des pratiques de « rémunérations nettes d'impôts » (la société supportant la majeure partie, voire l'ensemble des

conséquences fiscales des salaires et bonus versés) pour certains dirigeants de grands groupes ou encore de « *golden parachute* » et de « retraites dorées », contractuellement garantis même en cas d'ouverture d'une procédure collective à l'égard des sociétés, alors même que les employés de droit commun des mêmes groupes perdaient dans un tel cas de figure la quasi-totalité de leurs droits et de leurs actifs investis dans les fonds de pension de l'entreprise. Au milieu de cette décennie, une tendance à la réduction de la part relative des éléments les plus visibles (salaires et bonus cash) au profit des composantes les plus opaques, à la fois pour le fisc et les actionnaires, se décelait en matière de contrats de rémunérations. La conséquence en est une montée des rémunérations garanties alors même que la rémunération du risque pris et de la précarité de position des dirigeants est censée être une justification forte de leur haute rémunération.

En réaction, la SEC a entrepris un travail de réforme de la réglementation relative aux obligations de déclaration, de nature à augmenter la transparence des dispositifs de rémunération et ainsi que le contrôle des administrateurs, et surtout les actionnaires sur ces programmes.

Les obligations de déclarations relatives à la rémunération des dirigeants ont été instaurées depuis le Securities and Exchange Act de 1934, mais n'ont été révisées que de manière sporadique depuis. La dernière modification du dispositif, antérieure à la proposition du 27 janvier 2006, remontait à 1992. La réforme de 1992 introduisait un reporting tabulaire, codifié, tranchant

avec le caractère essentiellement qualitatif des dispositions précédentes, datant de 1983, et ce dans un souci de comparabilité, à la fois d'une année sur l'autre et entre différentes entreprises.

Aux considérations de rémunération, viennent s'ajouter les transactions de diverses natures réalisées entre la société et ses dirigeants et/ou actionnaires. La justification est que ce type de conventions peut, dans la pratique, avoir des effets proches ou être liées à des arrangements de rémunération. Les transactions réalisées avec les administrateurs permettent également de mettre en relief leur indépendance vis-à-vis de la société et de ses dirigeants.

Dans le même souci, le seuil de déclaration des avantages en nature a été divisé par cinq, à 10 000 USD de valeur. Les obligations de déclaration relatives aux engagements de retraite et aux accords de terminaison de contrat (de type *golden parachute*) ont été sensiblement renforcées. Une autre innovation réside dans l'obligation de déclarer l'ensemble de la rémunération versée aux administrateurs en outre de celle des dirigeants.

Pour atteindre l'objectif d'intelligibilité, la réforme d'août, en cela fidèle à la proposition de réforme initiale, ajoute des commentaires qualitatifs aux déclarations jusqu'ici essentiellement factuelles et quantitatives des tableaux. Les rémunérations des dirigeants feront désormais l'objet d'une Compensation Discussion & Analysis (CDA), sur le modèle de la Management Discussion & Analysis du rapport annuel. Les tableaux récapitulatifs, qui comporteront des lignes supplémentaires, seront eux-mêmes accompagnés



par des commentaires, plus spécifiques que la CDA.

Les commentaires afférents aux dispositifs de rémunération seront en outre soumis à la règle du « *plain english* », adoptée par la SEC en 1998 et dont l'actuel président a fait l'une de ses priorités. Cette règle vise à une simplification dans la forme du matériel communiqué. En vertu de cette disposition, les exposés devront consister en des phrases courtes, utiliser le langage courant, éviter les formulations passives, les doubles négations, les formules juridiques ou les termes excessivement techniques et enfin décomposer toute information complexe sous forme de tableaux ou de paragraphes commençant par des tirets.

Sur le plan de la technique financière, la nouvelle méthode de valorisation des obligations de déclaration s'aligne ainsi sur la réforme comptable adoptée par le Federal Accounting Standards Board (FASB) fin 2004 et prévoit que la valeur des options soit déclarée, relativement au formulaire SEC, en utilisant la juste valeur de modélisation (*fair value*) et non plus la valeur intrinsèque.

La réforme menée par la SEC donne la priorité à l'objectif d'exhaustivité de la déclaration. Ainsi, pour la première fois, le chiffre global de la rémunération totale (comprenant salaire, bonus, avantages, titres, *stock options* et toute autre forme de revenus fournis par la société) devra être explicitement spécifié (auparavant, il appartenait aux actionnaires et analystes de reconstruire ce chiffre à partir d'informations parfois éparses).

La réglementation finale, adoptée par

la SEC, traite spécifiquement des attributions rétroactives et des *spring-loading*. Ainsi, les déclarations tabulaires comporteront une ligne spécifique relative aux prix d'exercices et aux dates d'attributions. Les dates de prises de décision du conseil d'administration et d'attributions devront être spécifiées et toute différence devra être soulignée. En sus, le choix des dates d'attributions (et spécialement toute différence avec les dates de réunion du conseil d'administration) fera l'objet de commentaires dans le CDA.

Les sociétés devront ainsi systématiquement traiter des questions de savoir si les dates retenues ont été choisies relativement à un cours de clôture en particulier ou en fonction de la publication d'informations de nature à affecter le cours de l'entreprise, ou si, alternativement, la publication d'informations de cette nature a été avancée ou reculée sous la contrainte d'un calendrier d'attributions. Les déclarations devront également indiquer dans quelle mesure le conseil d'administration prend en compte le calendrier des publications d'informations pour déterminer si une attribution est appropriée ainsi que le montant des options à allouer.

La SEC se concentre donc sur la publicité et la transparence des dispositifs, et se garde de prendre position sur le caractère illégal ou même inapproprié des politiques d'attribution en elles-mêmes. La Commission se contente de lister les positions divergentes, notamment sur la qualification du *springloading* et sans trancher, elle ajoute, que le fait pour la société de recourir à l'ingénierie de calendriers de publications et d'attribution constitue

en soi une information de nature à affecter son cours, et doit en tant que telle être délivrée aux actionnaires.

Les luttes d'influence et conflit d'intérêts

Les explications avancées par les différents auteurs à la forte croissance des rémunérations des dirigeants relèveraient donc autant de la théorie du contrat d'agence que de l'amélioration proportionnelle de l'efficacité de la gestion des entreprises considérées. L'indépendance et l'implication des administrateurs siégeant au comité de rémunération du conseil d'administration ont été notamment mises en cause¹². Ces derniers seraient abusés par la complexité et l'opacité croissante, voire complices de l'instauration de mécanismes inflationnistes, en raison de conflits d'intérêts divers.

L'opacité croissante des dispositifs de rémunération était tolérée dans la mesure où les administrateurs étaient perçus comme des défenseurs naturels et avertis des intérêts des actionnaires, aptes à contenir les conflits d'intérêts inhérents à la direction dans la fixation des rémunérations. Une fois cette vision au moins partiellement remise en cause, un effort de lisibilité s'imposait de manière à permettre ou renforcer un double contrôle de l'actionnaire.

ÉLARGISSEMENT DU DÉBAT AMÉRICAIN

Le niveau absolu atteint par les rémunérations des dirigeants d'une

part, et le moindre dynamisme des salaires des autres employés d'autre part, a fait naître aux États-Unis un débat sur la dispersion croissante des revenus, avec un décrochage potentiel des classes moyennes et des risques induits en termes de cohésion sociale. La victoire démocrate aux élections de l'automne 2006 est en partie due à l'écho de ces questions. Les républicains s'opposaient notamment à la proposition démocrate d'un relèvement substantiel du salaire minimum fédéral. L'une des premières propositions législatives démocrates porte symboliquement sur ces questions. Le Small Business and Work Opportunity Act, récemment adopté par le Sénat, introduit, en effet pour les plus hauts salaires, une limitation du mécanisme d'imposition différée et renchérit ainsi sensiblement les mécanismes de primes de départs. Le surplus fiscal, ainsi dégagé, aurait vocation à financer les aides ciblées visant à amortir pour les petites entreprises le choc du relèvement du salaire minimum. Des propositions fiscales plus radicales apparaissent. De nouvelles lois visant à renforcer le contrôle des actionnaires sont également annoncées pour les mois à venir.

Ciment de la relation sociale, l'American Dream est cependant loin d'être mort ou épuisé. Une fraction significative de la population américaine souhaite sans doute que la « récompense monétaire » des succès individuels soit encadrée. Les aménagements au modèle ne devraient finalement viser pour l'essentiel que la suppression des dérives et dévoiements, pour rétablir un bon fonctionnement des mécanismes de la réussite indivi-



duelle et de l'ascension sociale. Même en tenant compte d'une certaine usure du *rugged individualism* de la société américaine, des réformes éventuelles, régulatrices ou fiscales, ne seront en

effet probablement acceptées par le public dans son ensemble que si elles visent la préservation et l'amélioration de l'American Way, non sa suppression.

NOTES

1. Pearl Meyer & Partners, 2006.
2. Myths of Executive Compensation : Returning to Basic Principles of Pay for Performance, Van Clief and Kelly, The Corporate Governance Advisor (September/October 2005).
3. CEO Skill and Excessive Pay: A Breakdown in Corporate Governance? Robert Daines & alii, Stanford, Février 2005.
4. *Executive Excess 2006*, Institute for Policy Studies, août 2006. Cette étude annuelle reprend la base de données de *Business Week* détaillant les rémunérations des CEO des 367 des plus grosses capitalisations boursières américaines. Les rémunérations comprennent les salaires, bonus, actions, plans pluriannuels (*long term incentives*) et la valeur des stock options levées dans l'année. Le salaire moyen d'un employé non cadre est issu des statistiques du BLS, Current Employment Statistics Survey, Table B-2.
5. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 37, N° 2, Special Issue: Process and Outcome: Perspectives on the Distribution of Rewards in Organizations (Jun., 1992), pp. 302-320.
6. *The Growth of Executive Pay*, Lucian Bebchuk et Yaniv Grinstein, Oxford Review of Economic Policy, 2005, vol 21, n°2, p 283 à 303.
7. La comptabilisation des stock options en charges salariales va sans doute accélérer encore cette évolution.
8. Le paiement de l'impôt par les sociétés est légalement publié mais prend fréquemment la forme de renvois à des notes techniques absconses.
9. Étude de décembre 2005 faite par *Think Tank* Equilar pour le *Wall Street Journal* et portant sur les 100 plus grosses capitalisations.
10. Cf. paragraphe « 2.1.2 Les attributions rétroactives, *backdating* et autre *springloading* ».
11. La SEC a récemment validé pour la première fois un système d'évaluation des stock options fondé sur leur valeur de marché plutôt que sur les modèles théoriques traditionnels d'évaluation des options. Elle a autorisé la valorisation dans le passif des stock options sur la base d'un système d'enchères portant sur des titres reflète, qui doit normalement aboutir à une charge plus basse que celle résultant d'une évaluation par la méthode de Black-Scholes.
12. Les informations obtenues par la publicité d'une action judiciaire et un intérêt particulier du *Wall Street Journal* sur le cas de D. Grasso, ancien CEO du NYSE, constituent un coup de projecteur sur certaines pratiques des comités de rémunération et les liens possibles entre le CEO et les membres de ce comité.

