

## RÉMUNÉRATIONS INCONTRÔLÉES, LES BASES FINANCIÈRES DE L'EFFET DE CLIQUET

PIERRE-HENRI LEROY\*

*« I also said directors had another job : « If able but greedy managers overreach and try to dip too deeply into the shareholders' pockets, directors must slap their hands ». Since I wrote that, over-reaching has become common but few hands have been slapped. »*

Warren Buffet, Rapport annuel de Berkshire Hathaway Inc. 2002

La crise financière multiforme que nous vivons depuis 2008 a mis en cause les rémunérations généreusement versées dans les années de prospérité ainsi que les méthodes d'attribution de celles-ci : le public s'indigne de versements indécents de bonus, d'options ou d'indemnités de départ perçue comme hors de proportion ou injustifiées. Sans surprise, les gros salaires ont quitté l'insouciant statut de signe extérieur d'un capitalisme financier triomphant pour rejoindre celui des suspects : de la catégorie des effets accessoires du succès économique, les bonus des décideurs passent, à tort ou à raison, dans la liste des facteurs ayant contribué sinon généré cette crise de confiance.

Début 2008, la perte de 5 milliards d'euros de la Société Générale sur une position spéculative incontrôlée annonce une succession de déconfitures bancaires touchant tous les meilleurs noms de la finance. Il n'est pas indifférent qu'un an après ce drame financier, la même Société Générale, dont président et administrateurs sont toujours en place, ait été à l'origine d'un scandale de rémunération qui a obligé les dirigeants de cette banque à renoncer publiquement à leur dotation d'options pour 2008. Ce n'est pas surprenant, alors que c'est bien dans la structure même du système bancaire qu'il convient d'aller chercher l'origine de la mécanique inflationniste des rémunérations abusives comme

\* Fondateur de Proxinvest.

l'origine de cette formidable crise de confiance mondiale.

Malgré plusieurs années d'incantations des politiques et de recommandations patronales en faveur d'une certaine modération, l'examen des montants offerts aux patrons français témoignait, pour 2007, tout à la fois de la poursuite des abus et de l'incurie des administrateurs, donc des actionnaires, à contrôler ces derniers. Or, l'analyse des processus décisionnels rapporte la responsabilité de l'incurie des actionnaires à la même cause que celle des principaux soubresauts de cette crise financière, la confusion d'intérêts dans la banque universelle dénoncée déjà dans un ancien « Rapport moral sur l'argent dans le monde »<sup>1</sup>. Seule une plus saine répartition des rôles entre les émetteurs et les investisseurs grâce à une sévère réforme du système financier monopoliste actuel pourrait stopper la folle augmentation des rémunérations abusives et fonder un capitalisme concurrentiel équilibré. Dans l'attente d'une telle réforme de fond, les États, rappelés par la crise à leur suzeraineté sur le système bancaire, seraient bien inspirés de limiter les conflits d'intérêts et d'encourager le contrôle de l'action des dirigeants par l'assemblée et le vote actionnaires.

### L'INDIGNATION CROISSANTE SUR LES RÉMUNÉRATIONS ABUSIVES

Les conseils d'administration au début 2008, lors de la fixation des

bonus des dirigeants pour 2007, malgré l'ambiance inquiète, ont encore permis une hausse de 3,4 % de la rémunération totale de l'ensemble des présidents exécutifs des sociétés de l'indice SBF 120. Les plus gros, les patrons exécutifs du CAC 40, recevaient eux une moyenne de 4,5 millions d'euros pour 2007, soit 260 fois le minimum salarial français. Proxinvest retient, depuis 2003, un plafond de 240 Smic comme limite du socialement acceptable pour un patron salarié non fondateur de son entreprise : trente-trois présidents sur 120 dépassaient ce plafond pour 2007.

Cette évolution haussière n'a pas été vraiment freinée par la pratique engagée au sommet des grandes sociétés du partage entre un PDG devenant président non exécutif au côté d'un successeur putatif nommé directeur général. Pas moins de douze de ces présidents non exécutifs du CAC 40, loin de donner l'exemple d'un niveau de vie mesuré, comme le réclame le Medef, dépassent la rémunération d'un million d'euros en 2007 pour des fonctions, rappelons-le, sans responsabilité exécutive, et ceci sans même en rendre compte à l'assemblée générale.

Les émoluments des dirigeants exécutifs sont constitués, eux, généralement de six parts : la rémunération fixe, la part variable ou bonus, les autres rémunérations (jetons de présence, avantages en nature, etc.), les dotations de *stock-options*, les dotations d'actions gratuites et les provisions pour complément de retraite. Cette répartition est marquée en 2008 par un certain recul des options, recul compensé par la progression des actions gratuites, élément moins risqué dans ce contexte

de marché incertain ; une moitié de ces avantages actionnariaux ne sont soumis à aucune condition de performance. Si l'augmentation du salaire variable pouvait être justifiée par certaines hausses des profits de 2007, le salaire fixe aurait dû par nature rester stable, surtout en période d'incertitudes : sa progression significative à échantillon constant de 6,76 % est révélatrice. Les mêmes tendances se retrouvaient sur le groupe des 929 dirigeants membres de comités exécutifs observés : une hausse du fixe (+3,92 %), du variable (+20,64 %), une baisse des options attribuées (-14,43 %) et l'envol des actions gratuites (+48,72 %). En moyenne, leur rémunération totale a ainsi progressé de 6,04 % en 2007.

C'est surtout l'indignation publique relayée ou attisée par la presse qui dénonce les abus. Depuis l'indignation sur les conditions de départ du dernier président d'Elf, près de la moitié des sociétés du CAC 40 ont fait les titres des journaux : Vivendi-Universal, Sanofi-Aventis, Carrefour, Vinci, EADS, L'Oréal, Société Générale, et la rémunération de l'échec évoquée en 2008 pour les dirigeants de Thomson et Alcatel-Lucent, et Dexia se rappelle à notre souvenir chez Valeo.

### COMMENT SE FIXENT LES RÉMUNÉRATIONS ?

La fixation des rémunérations est de la compétence des administrateurs qui l'exercent sous le contrôle de l'assemblée des actionnaires souveraine en toute matière. L'assemblée doit

d'ailleurs en France se prononcer systématiquement sur les jetons de présence versés aux administrateurs et sur toute convention conclue entre la société et son directeur général, l'un de ses directeurs généraux délégués, administrateurs... hors opérations courantes et conclues à des conditions normales.

Nul ne peut nier qu'un bon patron fait la différence, ni que la rémunération du président ne représente qu'une faible part du compte d'exploitation. Certes, mais le tarif de base du dirigeant est-il, à 260 SMIC, vraiment justifiable ? Y a-t-il d'ailleurs un marché ouvert des dirigeants d'entreprises ou un club très restreint adoubé par les grandes écoles et la politique ?

S'agit-il d'une volonté de puissance du chef ? La richesse, et donc la rémunération, est généralement perçue comme source de pouvoir, élément d'autorité supplémentaire constitutif du standing de l'entreprise. « *Je prends la première part car on m'appelle lion* » « *Quoniam nominor leo* », relevait déjà le fabuliste. S'agit-il du développement du star-system ? Les patrons des plus grandes entreprises cotées sont des personnalités publiques, leur vie privée est dévoilée *coram populo*, ils revendiquent donc le régime financier de la célébrité. Pour autant, l'industrie, tout comme la politique, ont offert de multiples exemples de personnages de grande autorité et d'efficacité n'ayant jamais recherché d'enrichissement personnel.

Les administrateurs qui constituent le comité de rémunérations comme leurs collègues, se rassurent en embauchant une « peinture » déjà très bien payée, sans trop se poser la question de la légitimité de ce dernier salaire.

Il en est du prix des dirigeants comme du prix des choses : pour nombre de consommateurs sans repères, le prix est signe de qualité : l'objet est bel et bon parce que cher : ainsi le marché des dirigeants semble d'autant plus mené par le prix qu'il est plus difficile d'appréhender la qualité d'un homme que celle d'une montre ou d'un sac de voyage.

Un article de Philippe Askenazy<sup>2</sup>, directeur de recherche au CNRS, soulignait récemment l'existence d'un effet de cliquet rationnel au niveau du comité de rémunération cherchant à embaucher le meilleur quitte à le payer un peu plus pour un impact marginal attendu évidemment plus important sur le profit du groupe. Les rémunérations des équipes dirigeantes sont, il est vrai, sous l'influence de corporations directement intéressées à l'augmentation des rémunérations, consultants ou chasseurs de tête.

Nous touchons ici à quelques conflits d'intérêts : n'y a-t-il pas complaisance quand convivialité et crainte de contentieux se donnent la main ? La conscience d'acquiescements indus se traduirait chez les administrateurs peu ou prou coresponsables des décisions passées, bonnes ou mauvaises, régulières ou non, par la volonté d'éviter à tout prix la rupture d'un pacte implicite.

## **POURQUOI CES ABUS SONT-ILS POSSIBLES ?**

La vraie raison de tous ces abus nous semble surtout être que la bonne gouvernance, parfaitement définie au niveau des principes, n'est en France

comme ailleurs que peu pratiquée et jamais sanctionnée ; ceci en matière de rémunération comme en matière d'indépendance des conseils d'administration, justement décisifs en la matière.

Ne croyons pas que le meilleur accès à l'information et la plus grande transparence soient le résultat d'une initiative spontanée des sociétés ou de l'Afep-Medef : c'est la loi, d'ailleurs toujours mal appliquée qui a exigé l'accès à l'information, de l'article 101 de 1966 à la loi TEPA de 2007 *via* la loi NRE de 2001 et la loi Breton de 2005. Les dirigeants et leurs commissaires aux comptes n'appliquant que partiellement les lois, les manquements n'étant pas sanctionnés, les politiques se chargent d'écrire de nouveaux textes.

Certes, plus d'une société sur deux dans le SBF 250 possède aujourd'hui un comité de rémunération, et les recommandations des organisations patronales comme l'Afep et le Medef témoignent aussi, malgré quelque hypocrisie, de bonnes intentions. La transparence sur la question est en progrès... mais pas encore au point de donner une juste idée des compléments de retraite provisionnés par les sociétés pour leurs dirigeants en sus des autres éléments.

Quant au contrôle des administrateurs par l'assemblée générale, il suffit d'observer les indemnités de départ soumises au vote des actionnaires en 2008 : malgré un montant moyen prévu de 3,5 millions d'euros, ou 25 mois de salaire, pour les Présidents exécutifs du SBF 120, on observe leur adoption généralisée en assemblée avec un taux moyen de 92,3 % des voix. La responsa-

bilité des rémunérations reste donc peu exercée dans les assemblées générales.

L'effet de cliquet des rémunérations, toujours à la hausse, n'est donc qu'une résultante du déficit de contrôle actionnarial : l'origine de ces dysfonctionnements s'explique essentiellement par la faiblesse des actionnaires, induite par la structure du capital plus atomisée des sociétés cotées. Il n'y a plus d'actionnaire de référence et les investisseurs soucieux du long terme sont encore trop éparpillés pour exercer l'indispensable contrôle. Mais, plus gravement, ce contrôle ne leur est pas permis du fait d'une fréquente confusion d'intérêts chez les plus grands gestionnaires d'investissement en actions.

Le déséquilibre des forces entre le *sell-side*, le côté de l'émetteur, et le *buy-side*, celui des investisseurs, s'observe au niveau mondial et entretient l'incurie des actionnaires.

Typique de ce déséquilibre des forces, le très récent refus en mars 2009 de Sanofi-Aventis puis de Total opposé à seize grands actionnaires menés par la Sicav Proxy Active Investors et représentant le seuil légal d'actionnariat requis par la loi pour présenter une résolution : ils avaient demandé au conseil d'administration de mettre au vote de ses actionnaires - pour l'approuver - la rémunération du Président non exécutif de la société. Les présidents ont préféré refuser à ceux-ci l'exercice normal de leurs droits plutôt que de faire reconnaître la légitimité de leur propre rémunération... Ainsi, ces prestigieuses sociétés non seulement accordent illégalement des rémunérations à leur président sans le contrôle prévu par la loi de

l'assemblée générale mais vont jusqu'à s'asseoir sur les droits d'initiative des actionnaires. Ces derniers n'auront même pas osé porter plainte.

D'un côté, des budgets généreux, le train de vie princier des syndicats bancaires de placement primaire, les banques d'affaires, les agences de communication, les grands cabinets d'avocats et la publicité financière ; de l'autre, la masse anonyme des petits épargnants et des gestionnaires, ces derniers pourtant en principe au service des épargnants et des fonds de pension. Dans le monde entier, ce *buy-side*, riche de sommes à investir mais de budgets plus maigres et souvent peu indépendants, n'a pas pu faire preuve de sa capacité à définir et, *a fortiori*, à imposer une quelconque discipline de contrôle aux entreprises cotées.

Telle est l'origine complexe de l'effet de cliquet et des abus : notre système financier mondial, du fait de ses confusions d'intérêts, paralyse le contrôle des administrateurs par les actionnaires, et donc la meilleure indépendance des conseils.

## QUE FAIRE ?

L'État, face à l'indignation du public dans le monde entier, est intervenu, d'abord pour ce qui le concernait en tant qu'actionnaire : il est vrai que dans ce domaine, chez EDF, France Telecom ou EADS, il n'avait pas toujours exercé raisonnablement ses droits comme en témoigne l'approbation d'indemnités de départ ou de nombreux vote complaisants vis-à-vis

des équipes dirigeantes. Tuteur du système bancaire, nouvel actionnaire sans droit de vote des banques mais non sans influence, il a choisi en mars 2009 la voie du décret pour imposer une certaine modération aux dirigeants des banques.

Mais l'idée de plafonds légaux ou réglementaires semble malheureuse. Dans ce domaine des rémunérations de dirigeants il n'y a pas de vérité fixe, une perception de proximité de ce qui est raisonnable par les actionnaires est la bonne approche. Ainsi l'utilisation par les investisseurs de plafonds de rémunération de dirigeants, plafonds du « socialement acceptable », est un processus progressif, vivant, démocratique et nuancé qui autorise les exceptions mais assure globalement une régulation. Si chacun se fixe un maximum subjectif, chaque investisseur se faisant son plafond, l'effet final est un plafond moyen mobile et ajusté aux circonstances. Encore faut-il que les actionnaires puissent le voter.

L'État se devrait plutôt d'intervenir sur ce que ni les actionnaires, ni les sociétés ne pourront faire : prévenir en amont les conflits d'intérêts internes qui freine le contrôle actionnarial et encourager le vote et l'engagement des actionnaires.

La réforme du système financier en cours devra peu ou prou limiter les conflits d'intérêts internes des établissements financiers. Il est peu probable - mais on peut rêver - que celle-ci aille jusqu'à la dissociation complète des métiers actuels des banques. Il reste que les sociétés de gestion, lorsqu'elles appartiennent à un grand groupe financier, devraient pouvoir témoigner d'une plus grande indépendance vis-

à-vis de leur maison mère. Sans aller jusqu'à reformer supports, Sicav, FCP ou contrat d'assurance-vie, il conviendrait d'exiger que les sociétés de gestion de groupe assurent une certaine indépendance au niveau de leur conseil d'administration : au minimum la moitié de leurs administrateurs devraient être sans lien économique avec le groupe promoteur.

De même au niveau de l'épargne des salariés, de plus en plus importante dans le capital de nos grandes sociétés. Sait-on que l'exercice du vote des FCPE est soumis au droit de veto des dirigeants des sociétés par le jeu de la parité de composition des conseils de surveillance des Fonds Commun de Placement d'Entreprise ? Il n'est pas normal - et la Fédération des Actionnaires Salariés l'a justement dénoncé - que la voix de ces actionnaires soit ainsi bâillonnée : il faut qu'au niveau des FCPE, les représentants de la direction ne participent plus à la décision sur le vote des actions des salariés.

Il faut aussi encourager l'activisme actionnarial. Or, rien n'invite les sociétés à respecter les actionnaires critiques. Là encore on voit les dérives laxistes dont bénéficie le *sell-side* : nombre de sociétés émettrices et nombre de sociétés de gestion se flattent d'avoir souscrit et de respecter les engagements d'investissement durable ou d'actionnariat responsable, qu'il s'agisse des *Global Compact* ou les *Principles of Responsible Investment* proposés par l'ONU : mais s'il y a eu quelques initiatives remarquables en France dans le domaine de l'amélioration de la gouvernance grâce au fonds Proxy Active Investors de Phitrust Finance, l'absence d'initiatives action-

naïves en Europe dans les domaines de l'environnement ou du social témoigne de l'hypocrisie commune. Or, l'État peut par ses participations, Caisse des Dépôts, fonds de retraite et autres vecteurs d'actionnariat public, montrer l'exemple et intervenir en assemblée pour bloquer les excès qu'il approuvait hier.

Il faut enfin faciliter le recours des actionnaires à la justice et punir le non-respect des obligations de transparence et les abus du droit de police en assemblée : il y a de multiples manquements et il n'y a jamais de sanctions. Il n'y a toujours pas, suite à la volonté de l'AMF de « protéger la place », de système de réparation collective digne de ce nom en France. Les investisseurs ne peuvent pas aisément s'allier pour défendre leurs droits. L'AMF préfère entretenir jusqu'alors sa procédure de médiation, laquelle protège l'émetteur fautif par une tran-

saction et n'étend pas à toutes les personnes lésées le bénéfice d'une éventuelle indemnité gracieuse.

Les rémunérations des dirigeants relèvent de la décision des administrateurs mais aussi du contrôle de la gestion par les actionnaires. Administrateurs et actionnaires devront par conséquent renforcer leur vigilance : encore faut-il que les administrateurs reconnaissent dans les actionnaires leur véritable soutien au lieu de les trahir et de leur dissimuler les rémunérations. Le diagnostic est donc fait : il faut renforcer l'actionnaire. Il faut que l'État au lieu de légiférer sur les bonus, les options ou les retraites chapeau, encourage l'exercice vraiment indépendant du droit de vote, en particulier au sein des groupes financiers de type banque universelle où la confusion des intérêts crée une autocensure mortelle pour la démocratie actionnariale.

#### NOTES

1. Cf. 10<sup>ème</sup> édition du « Rapport moral sur l'argent dans le monde », février 2004.
2. Le Monde de l'économie, mars 2009.

