

LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS ET DES *TRADERS* DANS LE SECTEUR FINANCIER

PIERRE-HENRI LEROY*

La question des rémunérations abusives creuse depuis plus de dix ans un fossé entre l'opinion publique et les dirigeants des plus grandes entreprises et, plus gravement, entre les citoyens et leur système économique. Il faut avoir vécu certaines errances du monde de la banque, en avoir même bénéficié personnellement pour percevoir que l'existence d'un monopole central au sein même de l'économie de marché, monopole assumé, puis collectivement ignoré, celui de la banque universelle, a pu tout à la fois porter aux rémunérations abusives à l'intérieur comme à l'extérieur du système bancaire et, plus sérieusement, aux bulles de marché dont la plus récente a porté l'économie au bord de la dépression.

L'état du monde en matière de rémunérations n'a pas été fait et ne serait sans doute pas un sujet plaisant : l'observation ici limitée à l'Europe

confirme, malgré la crise et une certaine modération de façade, la poursuite des abus et la carence de toute réforme sérieuse du système financier en Europe. Face à l'indigence des politiques sur cette réforme nécessaire et à l'indifférence trop humaine du monde bancaire bénéficiaire dudit monopole, le devoir d'indignation et le contrôle par les actionnaires restent une voie raisonnable de résistance.

1999-2009 : TIMIDE MODÉRATION DES EXCÈS DANS LE DOMAINE DES RÉMUNÉRATIONS

La communication des émetteurs français sur les rémunérations individuelles des mandataires sociaux dirigeants s'est améliorée d'année en

* Fondateur de Proxinvest, société d'analyse financière spécialisée dans l'assistance à l'exercice du vote des actionnaires des sociétés cotées françaises ; co-fondateur de International Corporate Governance Network (ICGN).

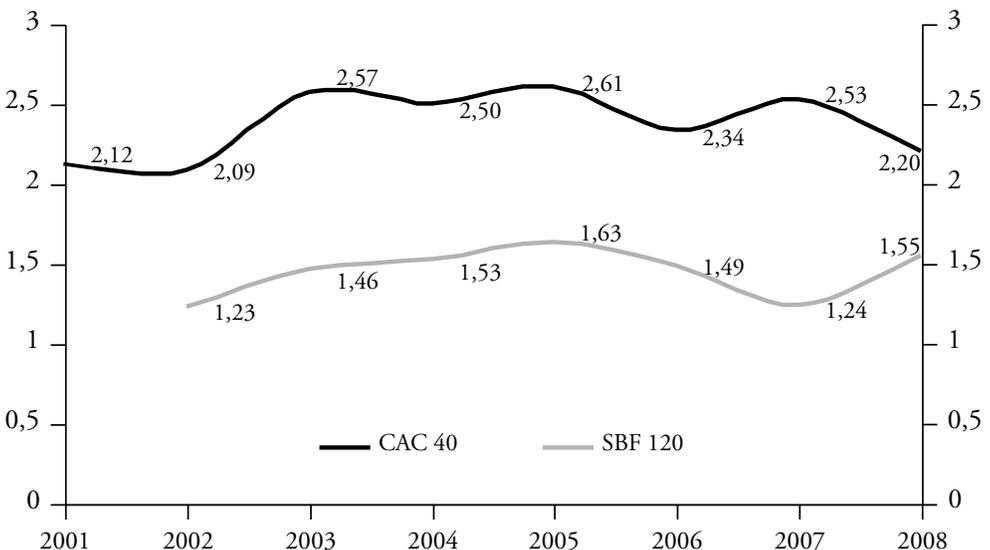
année, alors qu'elle était quasi inexistante pendant la décade antérieure du fait de la grande frilosité du patronat exprimée par les diverses versions du code Afep-Medef. Proxinvest a dû surtout observer que si la transparence progresse et qu'une certaine modération s'observe aussi, la responsabilité au sommet n'a, elle, pas du tout progressé.

La fin du XX^{ème} siècle a fait apparaître le phénomène médiatique de l'indignation sur les rémunérations excessives et la date charnière de septembre 2001 après la bulle Internet sera peut-être perçue comme un point d'inflexion. En France, en 1999, les rémunérations à caractère salarial des dirigeants du CAC 40 atteignaient déjà 3,8 MF en moyenne par personne et plus de 11 MF par tête, hors retraites surcomplémentaires, mais y compris la dotation d'options et d'actions

gratuites. À l'époque, il était admis que les dirigeants anglo-américains percevaient des rémunérations en gros six fois supérieures à celles de leurs homologues français : la rémunération moyenne des plus grands dirigeants américains était en 1999, selon l'AFL-CIO et *Business Week*, de 12,4 M\$ par an, options comprises, soit quelque 475 fois le salaire de base de 26 000 dollars des ouvriers américains. L'écart sur base salariale était à l'époque sensiblement plus raisonnable en France à quelque 146 fois la rémunération annuelle d'un Smic annuel de 13 000 euros.

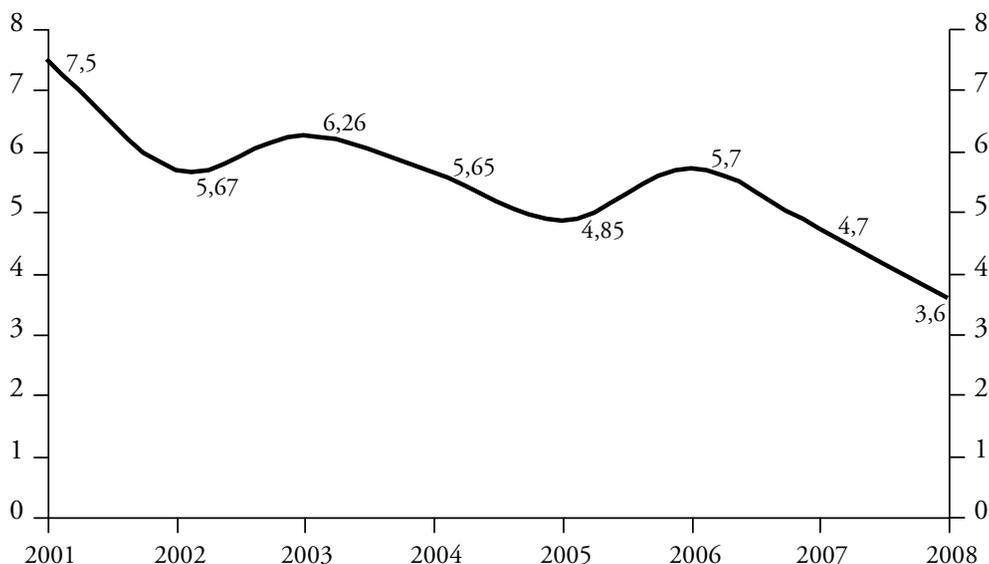
Mais les dirigeants français ont comblé une partie de leur retard dès 2000 et 2001, années de bulle et années record des rémunérations du CAC 40 comme l'indiquent les graphiques 1 et 2 (ci-après). Ainsi, plus

Graphique 1
Évolution de la rémunération salariale des présidents exécutifs depuis 2001
(en M€)



Source : Proxinvest.

Graphique 2
Rémunération totale observée dans le CAC 40
 (en M€)



Source : Proxinvest.

récemment, ce qui atteste d'une certaine modération en 2008, les dirigeants du CAC 40 avaient perçu un total moyen de 4,7 M€ en 2007 et de 3,6 M€ en 2008, hors retraites, soit un niveau respectivement de 260 et 200 fois le Smic.

Ainsi, la baisse des rémunérations totales des dirigeants pour 2008, options et actions gratuites comprises, est nette et généralisée. Pour les premiers dirigeants du CAC 40, c'est une baisse de 20 % à échantillon constant après -17 % en 2008, tandis que les autres dirigeants du SBF 120 ont vu leur rémunération baisser de 18 % à échantillon constant, baisse identique à celle de 2007.

On se situe désormais pour les rémunérations de PDG versées en période de crise près d'une formule 25-30-45, soit environ 25 % de fixe, 30 % de

prime et 45 % d'incitation actionnariale à long terme : d'aucuns observeront que c'est encore beaucoup de variables et d'incitations actionnariales pour une période exceptionnelle de basses eaux. En moyenne, pour 2008, nos quarante plus grands dirigeants ont donc touché 950 000 euros de fixe, 950 000 euros de variable, 300 000 euros d'accessoires et enfin 1,3 M€ d'actionnarial dont 200 000 euros d'actions gratuites.

Une comparaison européenne récente nous a aussi révélé que les premiers dirigeants français ne sont pas les plus payés : ils reçoivent avec leurs 2,2 M€ salariaux moins que leurs collègues suisses (4,5 M€), espagnols (4,5 M€) et allemands (3,7 M€), mais plus que leurs collègues néerlandais (2 M€) et belges (1,5 M€). Sans surprise, le sens de l'égalité et de la mesure semble plus nordique que latin.

Il convient d'évoquer la rémunération des présidents non exécutifs : 42 présidents non exécutifs de l'indice français SBF 120 sont dans ce cas et parmi ceux-ci, 22 présidents auront touché 864 000 euros, montant en nette baisse toutefois sur 2007 (1,3 M€). Comparés à leurs homologues européens de l'indice composite, les vingt plus puissants *chairmen* français figurent chacun avec leur million d'euros dans le club latin des fortes rémunérations de l'Italie et de l'Espagne qui excèdent le million d'euros par président, alors que leurs homologues allemands ou néerlandais sont sensiblement moins payés qu'eux, moins de 250 000 euros.

Ces rémunérations des présidents non exécutifs échappent, au mépris de la loi, à tout contrôle. Le rejet par les conseils d'administration de Total, Sanofi-Aventis et Cap Gemini en 2009 de résolutions externes de très grands actionnaires mettant au vote la rémunération individuelle des présidents a confirmé la fuite des dirigeants face à la hiérarchie normale des contrôles ; c'est en France une lacune grave qui pointe sur le refus de rendre compte, le refus d'*accountability* de certaines élites.

Un second retard concerne la transparence requise des retraites chapeau, retard relevé justement par le rapport de l'Autorité des marchés financiers (AMF) sur l'application des recommandations Afep-Medef. Selon le régulateur, 7 % des sociétés n'informent pas sur le calcul des retraites, 40 % ne les soumettent pas à une condition de présence dans l'entreprise et 30 % d'entre elles calculent ces prestations sur une assiette de moins de deux ans.

La rémunération des dirigeants est en fait un problème plus simple que l'on ne le dit. Mais du fait du conflit d'intérêts naturel entre dirigeants et actionnaires dans ce domaine, les premiers se sont ingénies à innover et complexifier les formules. La lisibilité des critères de performance applicable aux bonus, plans actionnariaux et retraites reste faible. La pratique très générale de critères de performance qualitatifs, le plus souvent confidentiels, justifie la sévérité d'appréciation par les actionnaires du maximum de rémunération finalement possible comme du risque de dilution pour chaque plan d'options ou d'actions gratuites.

LES EXCÈS DE RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS ET DES *TRADERS* : FRUIT DU MONOPOLE BANCAIRE

Chacun a reconnu au cours de la crise financière aiguë de 2008-2009 que les systèmes de rémunération par bonus de court terme avaient eu une fonction accélératrice sinon causale de certains comportements des opérateurs du monde bancaire et financier. Nombre d'observateurs ont évoqué les systèmes de rémunération comme signe d'un dysfonctionnement au moins associé. Pour Proxinvest, constant depuis 2002 dans son diagnostic, le système financier mondial était et demeure structurellement l'origine de ses déviations prévisibles : bulles spéculatives, court-termisme et grégairisme

généralisés, rémunérations injustifiables des dirigeants et des *traders*.

En conclusion d'une conférence tenue à New York le 20 février 2009, qui réunissait Josef Ackerman, Peter Jungen, Christine Lagarde, Paul Volcker, George Soros et les trois prix Nobel d'économie, Robert Mundell, Joseph Stiglitz et Edmund Phelps, ce dernier soulignait leur consensus : « C'est la grande structure de conglomerats financiers et le *mismanagement* de sa médiocre gouvernance qui a produit les excès spéculatifs. » Sa conclusion en faveur de la dissociation des métiers de la finance devait être endossée au cours de l'été 2009 par Aldai Turner, président de l'AMF britannique, et cette réforme soutenue par l'ancien président de la Federal Reserve, Paul Volcker, sera finalement adoptée, à la surprise de tous, par le président Obama au début de l'année 2010 et instaurée par la loi Dodd-Frank de juillet 2010.

Il nous semble aussi que le modèle de banque universelle est non seulement le principal moteur de la crise financière, mais aussi, plus gravement, un facteur d'inégalités destructeur de la vie civile.

Le *lobbying* actif qui a porté à la fin du XX^{ème} siècle à la généralisation de la licence de banque universelle reposait des arguments simples de guerre économique libérale : « renforçons nos banques en leur permettant de tout faire », l'argument de la loi Debré de 1965. Certes, ce système a sans doute permis un financement innovant des multinationales, mais quarante ans après, on peut s'interroger sur le retard pris en matière de gestion concurrentielle des dépôts,

du financement des PME et du tiers monde. Forte d'une protection exorbitante, la banque universelle, vassalisant son activité de crédit, a utilisé son levier sur la prise de risques primaires bien rémunérés au départ, mais mal rémunérés sur la durée, risques parfois même finalement cédés aux déposants. Persistant à vouloir conseiller tout à la fois l'emprunteur et l'épargnant, l'émetteur et l'actionnaire, et leur faire elle-même, à l'occasion, concurrence, la banque universelle, reconnaissant ses conflits d'intérêts internes, a cherché dès les années 1990 à isoler ses services afin « que le client ne puisse souffrir de ces conflits », établi ses fameuses « murailles de Chine » et nommé des centaines de *compliance officers* (déontologues). Mais le conflit d'intérêts n'est ainsi pas supprimé, il est résolu : c'est toujours bien la direction générale de la banque qui tranche, au vu de tout le dossier, pour une opération, un métier aux dépens des autres, en trahissant le plus souvent deux clients sur trois.

Devant la complexité des conflits d'intérêts à « résoudre », la priorité au résultat *cash* a joué. La pression des résultats trimestriels a ainsi organiquement porté aux nues le banquier de marché, intermédiaire ou *trader*, entreprenant et opportuniste, s'attribuant volontiers tout le mérite de la transaction immédiate, tandis que les responsables des dépôts et des risques étaient relégués au *back office*. La mécanique des bonus accentuait alors le phénomène, en influençant les spécialistes de la titrisation, les Kerviel en herbe et les banquiers contreparties des banquiers d'affaires.

La maladie est devenue contagieuse

et nos banquiers européens de crédit devaient laisser successivement LTCM, Enron, AIG, Bear Stearns, Lehman Brothers, Morgan Stanley et Goldman Sachs - qui n'étaient pas, alors, protégés par le système fédéral américain - emprunter jusqu'à hauteur de 30 à 40 fois leurs fonds propres et verser des bonus terrifiants estimés à 117 Md€ pour 2008 et 140 Md€ pour 2009.

La légitimité civile de ce monopole de la banque universelle, qui permet de gagner quand les marchés sont favorables et que l'on sauve lorsque la conjoncture se retourne, devait donc être remise en question par la crise. Le privilège bancaire dans sa version universelle peut être, pensons-nous, analysé comme contraire au principe d'égalité : la contrepartie de la protection par le contribuable aurait dû laisser l'interdiction formelle de s'immiscer directement dans d'autres métiers. L'efficacité économique du modèle ne saurait être jugée à l'aune des résultats fabuleux réalisés par les plus grandes banques : s'agissant d'un monopole privilégié, le résultat net élevé est tout à l'honneur des meilleurs, mais n'atteste en rien de l'efficacité collective du modèle de banque universelle.

LES FREINS PROPOSÉS À CES EXCÈS N'EN SONT PAS ET NE FONCTIONNENT DONC PAS

Le refus de traiter le problème à la racine a conduit les élites patronale et financière depuis quinze ans à exiger

d'abord de la transparence puis, sous la contrainte, à traiter le mal par ses symptômes en demandant aux actionnaires de se mobiliser.

Dès la loi NRE (nouvelles régulations économiques) de 2001, l'exigence de transparence sur les rémunérations individuelles s'accroît, révélant petit à petit les excès les plus choquants, mais entretenant aussi la mécanique d'échelle de perroquet portant le plus souvent à l'augmentation par imitation. C'est toute l'insuffisance et les effets pervers de la transparence quand la mise en jeu de la responsabilité n'est pas possible et quand les lois et les codes de bonne conduite sont inspirés, comme tous les textes réglementaires successifs survenus en France depuis 2001 ou écrits par le code Afep-Medef, par les bénéficiaires des plus fortes rémunérations.

Il en est de même en matière de rémunérations bancaires, suite à l'indignation soulevée par BNP Paribas confirmant en août 2009 verser 500 M€ de bonus en *cash* à ses opérateurs de marché après avoir été sauvé par les concours en fonds propres de l'État et en financements de trésorerie bonifiés par la Banque centrale européenne (BCE). Jusqu'ici, on le comprend, les banques françaises gardaient le silence sur le montant des rémunérations variables de leurs opérateurs de marché, recette opérationnelle résumée par le ratio de compensation (la part des revenus consacrée aux rémunérations fixes et variables). Aujourd'hui, les banques publient ces éléments avec les provisions pour les bonus différés sur les trois prochains exercices... Mieux, elles tentent de justifier les chiffres : ainsi, le président de BNP Paribas

précise que les activités de marché, pratiquées par les *traders*, sont des « métiers à haute valeur ajoutée, qui seront toujours bien payés »...

Il reste que les bonus versés par les banques françaises, quoique raisonnables par rapport aux chiffres observés ailleurs, choquent encore l'opinion qui, confusément, comprend que ces sommes sont illégitimes et fondées sur une situation de rente : le monopole bancaire.

Les gouvernements européens en ne touchant pas à ce monopole bancaire s'obligent donc à un exercice de contorsionnisme : il s'agit de réformer sans réformer, donner l'impression de bloquer les bonus sans les bloquer. La plus récente illustration de ce phénomène est la réforme française des bonus de banques conditionnés aux résultats et soumis à malus : cette formule de répartition du paiement des bonus par tiers sur plusieurs années, formule inventée il y a plusieurs années par BNP Paribas, y a gagné d'être légalisée pour toutes les banques, mais elle ne bloque en aucune façon le montant final qui peut être touché.

Devant la carence avouée des administrateurs des banques et des sociétés, on a aussi pensé à s'en remettre aux actionnaires pour se prononcer chaque année sur la rémunération des dirigeants. C'est la tendance universelle du *say on pay*, le vote annuel des actionnaires sur la politique de rémunération : on l'a vu, la France, dans ce domaine, assume un retard au sommet avec l'absence de légitimation de rémunération des présidents et, signalons-le, un certain manque de rigueur dans le contrôle des conventions réglementées. La plupart des pays du

monde ont suivi la Grande-Bretagne sur le vote annuel, souvent consultatif, des actionnaires et ce vote rejette parfois les comportements les plus abusifs.

Mais chacun sait que l'essentiel du vote des actionnaires reste plus ou moins contrôlé par les sociétés de gestion des établissements bancaires et l'on sait comment sont résolus les conflits d'intérêts dans ladite sphère financière... En attendant, ces chiffres désormais publics et trop tolérés par les actionnaires restent inacceptables pour le grand public avec un effet destructeur sur le tissu social, l'ordre public et la croissance.

La politique du pire consisterait à observer la poursuite des abus rendus publics et à se réjouir du développement des excès spéculatifs de nature à mettre en péril une nouvelle fois l'équilibre du système. Le cynisme en la matière comme dans d'autres ne saurait combler ni nos attentes, ni notre capacité d'agir : il n'est par ailleurs pas sûr que ce monopole bancaire, à nos yeux devenu malfaisant, ne parvienne pas à survivre de crise en crise. Au demeurant, reconnaissons que le système bancaire a soutenu le mouvement des années 1990 pour le gouvernement d'entreprise, tout comme celui des années 2000 pour le développement durable, comme des contre-pouvoirs à ses propres errances non avouées ou comme justificatifs éthiques de ses activités.

La question de la rémunération est une question de gestion importante, mais moins centrale que l'on ne le pense souvent : une entreprise ne motive pas

ses hommes seulement par l'argent, l'épanouissement personnel passe certes par la reconnaissance des autres, mais pas seulement sous sa forme financière. L'estime de soi, de son métier, de son entreprise, de sa mission dans la société, l'affection pour ses animateurs, ses clients ou ses collaborateurs constituent autant de lieux de satisfaction pour l'homme au travail.

Il reste qu'un modèle économique fondé sur l'irresponsabilité collective

ne peut nous satisfaire et le moindre pas vers sa réforme doit être retenu. L'actionnaire, petit ou grand, est donc conduit de plus en plus souvent à se saisir d'une responsabilité qu'assumaient assez mal les administrateurs : il lui faut désormais censurer la juste rémunération des dirigeants. Soyons sûrs qu'il passera le message de raison qui permettra aux citoyens de se réconcilier avec l'entreprise et au système financier, à défaut de vraie réforme, de mieux se réguler.