

RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS : UNE CRISE MORALE, UNE GOUVERNANCE DÉPASSÉE

PHILIPPE PORTIER*

« Ce qui est en cause, ce sont les « happy few » qui donnent l'impression de s'exonérer du devoir d'effort. C'est le retour des « gloutons », les footballeurs qui ne font pas leur boulot, les rémunérations excessives de quelques-uns. »¹

Gérard Longuet

Le poisson pourrit par la tête. Cette métaphore d'origine orientale n'en finit pas de revenir sous la plume des journalistes et des blogueurs pour dénoncer les scandales du football, de la politique, de la finance ou de l'entreprise. Dénonciation en règle de la dégénérescence supposée des valeurs morales de notre société, critique d'excès isolés - aujourd'hui symboliquement inacceptables - d'un système fondamentalement sain, signe d'une remise en cause profonde du système capitaliste, manifestation d'une mise en relation d'une société en quête de sens et d'un pluralisme informationnel rendu possible par Internet. Le succès de l'expression traduit manifestement tout cela à la fois et impose la réflexion, car il est certain aujourd'hui que la question de l'argent soulève dans notre société des réactions extrêmes. Que la critique soit globale et contribue à

des discours opportunistes, de l'altermondialisme ou d'ailleurs, qu'elle soit ponctuelle et serve de caution morale aux défenseurs d'un capitalisme raisonnable, social, voire éthique, dans tous les cas, la critique est là, exprimée par le politique ou le citoyen, et il paraît aujourd'hui illusoire d'en nier les fondements, quand bien même ceux-ci relèveraient de la symbolique. Et l'enjeu politique étant non nul, nos gouvernants et nos législateurs se sont emparés de la question avec plus ou moins de rigueur et d'à-propos, laissant dans un premier temps le soin aux professionnels de régler un sujet encore considéré comme privé. Après les réactions à chaud et l'analyse à froid, le temps de la réforme est probablement venu. Des propositions diverses et, semble-t-il, raisonnables sont désormais sur la table et montrent le chemin d'un retour à la raison.

* Avocat, barreaux de Paris et de New York ; associé-gérant, JeantetAssociés.

2009 : L'AFFRONTLEMENT ENTRE AUTORÉGULATION ET RÉGLEMENTATION

Le 25 septembre 2008, au Zénith de Toulon, en pleine tourmente boursière et bancaire, le chef de l'État affirmait : « Je n'hésite pas à dire que les modes de rémunération des dirigeants et des opérateurs doivent être encadrés. Il y a eu trop d'abus, trop de scandales. Les dirigeants ne doivent pas avoir le statut de mandataire social et bénéficiaire en même temps des garanties liées à un contrat de travail. Leur rémunération doit être indexée sur les performances économiques réelles de l'entreprise. Ils ne doivent pas pouvoir prétendre à un parachute doré lorsqu'ils ont commis des fautes ou mis leur entreprise en difficulté. [...] Voilà quelques principes simples qui relèvent du bon sens et de la morale élémentaire sur lesquels je ne céderai pas. » Il ajoutait : « Ou bien les professionnels se mettent d'accord sur des pratiques acceptables, ou bien nous réglerons le problème par la loi avant la fin de l'année. » Encadrement et morale, les objectifs étaient définis et l'ultimatum clairement exprimé.

Souhaitant naturellement éviter l'invasion du législatif dans la sphère du contrat, le Medef et l'Afep (Association française des entreprises privées), dès le 6 octobre 2008, dévoilèrent un jeu de recommandations sur la rémunération des dirigeants de sociétés cotées, rapidement intégrées dans leur code de gouvernance d'entreprise. Très rapidement, témoignant de l'effort réalisé dans les délais prescrits,

le sénateur Hyest, dans son rapport d'information daté du 8 avril 2009², concluait que « les sociétés cotées se sont, dans leur quasi-totalité, engagées à prendre en considération les recommandations établies par l'Afep et le Medef », tendances confirmées par l'Autorité des marchés financiers (AMF) dans son rapport du 9 juillet 2009. Le 16 décembre 2008, la commission des lois de l'Assemblée nationale avait par ailleurs mis en place une mission d'information sur le sujet des rémunérations. En découla le rapport Houillon du 7 juillet 2009³ qui concluait ainsi : « La rémunération a longtemps été considérée comme relevant exclusivement du domaine des rapports contractuels entre les entreprises et leur management. Soucieux d'éviter toute dérive vers un dirigisme économique aux effets dommageables, le législateur s'est contenté de les encadrer sous l'angle de la transparence. Las, force est de reconnaître que ce modèle de *soft regulation* n'a pas empêché les excès auxquels on a récemment assisté. »

Le 2 septembre 2009, une proposition de loi visant à rendre plus justes et plus transparentes les politiques de rémunération des dirigeants d'entreprises et des opérateurs de marché était déposée sur le bureau de l'Assemblée par le bloc socialiste. Aucune des réformes proposées ne survivra au processus législatif, ce que Hervé Novelli justifia par la nécessité de laisser encore une chance au code Afep-Medef, tout en rappelant que « si le code n'est pas appliqué, nous aurons recours à la loi ». En réponse immédiate, dès novembre 2009, dans leur rapport annuel sur le code Afep-Medef,

ces deux organismes confirmèrent, chiffres à l'appui, la tendance positive observée par l'AMF, considérant *pro domo* que leur code pouvait être considéré comme l'un des codes européens les plus détaillés et exigeants. Dans l'intervalle, le gouvernement avait également, gage de mobilisation vigilante, publié un arrêté relatif aux rémunérations des professionnels de la finance⁴, visant de manière centrale à vérifier l'adéquation entre la politique de rémunération des établissements financiers et les objectifs de maîtrise des risques.

L'année 2009 se concluait ainsi qu'une victoire - provisoire - des tenants de la *soft law* (normes autorégulatrices de type *comply or explain*) sur les partisans de la réforme législative. Mais les choses n'en resteront pas là ; d'une part, car il est probable que le sujet des rémunérations s'inscrira rapidement dans les plates-formes électorales des uns et des autres ; d'autre part, parce que, de manière plus profonde, cette crise du capitalisme que nous traversons démontre, notamment au travers de l'exemple des rémunérations, la nécessité de s'interroger sur certaines insuffisances de nos pratiques actuelles de gouvernance d'entreprise.

LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE CONTEMPORAINE : INSUFFISANTE, FORMELLE ET STÉRILE

Depuis une vingtaine d'années, en France comme ailleurs, le développe-

ment concret de la gouvernance d'entreprise s'est fondé sur la théorie de l'agence, développée par Berle et Means (1932). Cette théorie se construit sur le fondement d'un postulat simple : l'évolution de la structure de l'entreprise capitaliste induit un risque d'appropriation du pouvoir par les dirigeants au détriment des actionnaires-proprétaires. Cette situation particulière génère alors des risques de conflits d'intérêts, engendrant des « coûts d'agence » importants (le dirigeant poursuivant son intérêt personnel au désavantage de celui des actionnaires) et constituant une source d'inefficience pour les entreprises. L'objectif de la gouvernance d'entreprise, dans cette perspective dite « disciplinaire », s'est dès lors principalement concentré sur l'apport de réponses à ces inefficiences supposées, en organisant les pouvoirs au sein des organisations et en particulier à l'échelon des fonctions de décision, de gestion et de contrôle. C'est surtout au vu du postulat de l'existence de conflits d'intérêts que la pratique s'est orientée vers un « alignement » des intérêts des dirigeants et des actionnaires, par le biais de méthodes non plus seulement disciplinaires (le contrôle *via* des comités et des administrateurs indépendants), mais incitatives, au travers de la rémunération. Bonus, actions gratuites ou performances, options, bons... se sont ainsi multipliés pour permettre d'atteindre cet objectif.

Le bilan qu'il est permis de dresser en 2010 de ces pratiques, règles et méthodes fait émerger cinq critiques principales (Portier, 2010b).

Critique n° 1 : une dimension formelle

Les normes de gouvernance contemporaines ont en commun un grand degré de formalisme. Qu'il s'agisse de la constitution de comités, de la proportion d'administrateurs indépendants ou du degré de détail de l'information financière due au marché, les procédures formelles induites par ces mécanismes constituent aujourd'hui une charge lourde pour les entreprises. Et la multiplication - voire simplement la médiatisation - des dérives constatées au sein de certaines entreprises, leur perception par le grand public et la pression créée par celle-ci sur le politique n'ont fait, depuis une dizaine d'années, qu'accroître cette dimension formelle dans une logique de « fuite en avant » (Gomez, 2009), sans que, curieusement, l'efficacité même de l'approche conceptuelle dominante soit véritablement évaluée.

Critique n° 2 : une approche uniforme

Logiquement développés à l'origine à destination des entreprises cotées, et des plus importantes, les référentiels de gouvernance actuels font l'objet de critiques sévères et, selon nous, justifiées dès lors qu'il s'agit de les appliquer de manière uniforme à toute la classe des sociétés cotées, quelle que soit leur taille, d'une part, et leur actionnariat, d'autre part. Dans les 800 entreprises françaises cotées, la part moyenne du flottant est de l'ordre de 20 % ; près de 90 % d'entre elles ont une capitalisation inférieure à 1 Md€

et la plupart sont familiales⁵. Or le degré de dispersion du capital ou son degré de concentration entre les mains d'un même actionnaire, ou d'une même famille, sont déterminants de la manière dont l'entreprise sera dirigée et contrôlée et, partant, du type de gouvernance qu'il convient de lui appliquer. Ne serait-ce que dans la théorie actionnariale de l'entreprise (l'actionnaire-proprétaire), il est convenu de considérer qu'un actionnariat diversifié attendra un rendement maximisé de son investissement, aux risques et périls de l'entreprise, le cas échéant, l'appréhension des risques s'opérant dans le cadre plus global de la gestion du portefeuille de l'investisseur. L'attente d'un actionnariat concentré correspondra en revanche à un équilibre plus raisonnable entre maximisation des profits et limitation des risques (Booth, 1998), au prix d'un rendement moindre. L'effet de ces attentes sur le management, dans la logique contemporaine de création de valeur actionnariale, sera dès lors influencé par la géographie du capital, comme la confiance des actionnaires dans le management le sera par le degré d'éloignement constaté de l'un par rapport aux autres.

Critique n° 3 : une efficacité douteuse

De toute évidence, les meilleures règles de gouvernance ne permettent pas systématiquement de prévenir les dérives, les erreurs et les crises. Pas plus que les comités d'audit n'ont pu éviter la crise chez Vivendi, ni la disparition d'Enron et de Lehman Brothers,

les comités des rémunérations n'ont pu empêcher certaines dérives. Sur le terrain de la transparence, la profusion d'informations financières a entraîné deux conséquences aux effets potentiellement néfastes. D'une part, le rythme de la communication et la traduction de celle-ci sur le cours de Bourse, facteurs d'influence court-termistes et quantitativistes des comportements managériaux (cf. *infra*); d'autre part, le développement d'une phraséologie cryptique inaccessible aux profanes, voire aux initiés que sont supposés être agences de notation et analystes. S'agissant des rémunérations, la transparence, sans guider véritablement les choix d'investissements des épargnants (qui s'intéressent au sujet au moment d'investir, sauf quelques fonds « éthiques »?), a favorisé le *benchmarking*, la comparabilité et, partant, l'inflation des montants et de la variété des outils, banalisant des rémunérations considérables.

Critique n° 4 : une création de valeur incertaine

S'il était démontré que malgré les dérives, les échecs ou les insuffisances, les mécanismes de bonne gouvernance contribuaient de manière notable à créer de la valeur, leur analyse critique pourrait s'avérer stérile. Mais force est de constater que bien avant la crise récente, l'utilité des normes en usage en termes de valorisation ou de productivité des entreprises ne pouvait être démontrée. La plupart des études empiriques conduites depuis des années à cet égard ne sont pas concluantes (Becht, Bolton et Röell,

2005; Bhagat et Black, 1999) et se bornent, pour certaines d'entre elles, à constater une meilleure performance dans les entreprises dotées d'un actionnariat concentré, qui sont généralement celles dans lesquelles les mécanismes de gouvernance sont les plus simples (Agrawal et Knoeber, 1996).

Critique n° 5 : une approche incitative aux effets pervers

L'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires suppose la mise en relation de la rémunération des premiers et des performances de l'entreprise, généralement comprises, dans le champ lexical exigü des pratiques de gouvernance actuelles, comme création de valeur actionnariale (Mayer, 1996). En effet, dans l'économie de marché qui est la nôtre, cet intérêt collectif des actionnaires, qu'ils soient de long ou de court terme, fidèles ou de passage, prudents ou spéculatifs, se traduit nécessairement, à défaut d'autre critère et par simplicité, par le cours de Bourse. S'en induisent nécessairement - et le comportement des grandes banques cotées américaines, pour ne mentionner qu'elles, à l'aube de la crise des *subprimes* l'a démontré - des prises de risques majeures pour satisfaire l'appétit des actionnaires, contrainte d'autant mieux supportée ou acceptée, voire anticipée, que le *mid-management* sera « aligné » et que son patrimoine dépendra du cours de Bourse de son entreprise. Le Parlement européen a encore très récemment reconnu cet état de fait en « considérant que les poli-

tiques de rémunération ont conduit à encourager des opérations visant la réalisation de profits à court terme, introduisant ainsi des modèles d'exploitation de plus en plus risqués aux dépens des salariés, des épargnants et des investisseurs, et de la croissance durable en général »⁶. Certaines études empiriques ont même pu montrer, de manière extrême sans doute, que l'intéressement patrimonial des dirigeants au parcours boursier de leur entreprise influençait tendanciellement leur politique de présentation des comptes, voire les incitait à en manipuler les cours (Bergstresser et Philippon, 2004).

ALORS, QUELLES SOLUTIONS ?

Les Parlements, français et européen, l'AMF, les *think tanks*..., nombreux sont ceux qui, aussi loin que possible des approches dogmatiques et partiales, proposent aujourd'hui une réforme du cadre des rémunérations, qu'il s'agisse de *soft law*, règles de gouvernance relevant de l'autorégulation, ou des lois et des règlements.

UNE PHILOSOPHIE : LIMITER L'INCURSION DU LÉGISLATIF

Ces propositions s'inspirent pour la plupart d'une philosophie commune : éviter l'incursion exagérée et par trop normative de la loi dans un champ ontologiquement privé. Comme le soulignait l'Institut Montaigne (2007)

(juste avant l'éclatement de la bulle des *subprimes*) : « Ce sont là des affaires privées et la tentation peut être grande de ne pas y convoquer le décideur public : on peut plaider que le droit contractuel est là pour les régler et les questions de vie interne de sociétés qui n'appartiennent qu'à ceux qui veulent bien en être actionnaires ne le regardent pas (encore que les salariés de l'entreprise y soient, eux, très sensibles). » Faisant écho à la posture de principe adoptée par la mission Clément en 2003⁷, créée dans le contexte de crise aiguë de la gouvernance alors déclenchée par la faillite d'Enron (« si nous croyons indéfectiblement à la liberté et au contrat comme mode de régulation de l'entreprise, nous croyons aussi à son indispensable corollaire, la transparence, et au principe de responsabilité qui la sanctionne »), la mission d'information présidée par Jean-Luc Warsman concluait plus récemment ses travaux comme suit : « Le législateur a conscience que la loi, par définition générale, ne peut pas trop entrer dans le détail sous peine de se révéler inadaptée à des profils d'entreprises par définition multiples. »⁸

UN OBJECTIF : PROTÉGER L'INTÉRÊT GÉNÉRAL DE L'ENTREPRISE

L'ensemble des règles de la gouvernance d'entreprise a d'abord été développé à partir de la théorie de l'agence et du postulat que les dirigeants se sont appropriés le pouvoir au détriment des actionnaires-

propriétaires, dans l'intérêt desquels il convenait de gérer l'entreprise. Ces prémisses sont aujourd'hui contestées tant par la théorie juridique française, qui distingue conceptuellement l'intérêt social de celui des actionnaires, que par les nouvelles théories américaines en faveur des parties prenantes (*stakeholders values*) ou du rôle social de l'entreprise. Dans ce cadre, le dirigeant doit prendre en compte dans ses décisions les intérêts des parties prenantes de l'entreprise (actionnaires, créanciers, fournisseurs, salariés, autres personnes qui interagissent avec l'entreprise...) sans faire prévaloir les uns sur les autres (Trébulle, 2006). Cette conception est aujourd'hui portée par l'Institut Montaigne (2007) qui recommande tout d'abord de « démontrer à l'opinion publique que la question de la rémunération des dirigeants est traitée dans l'intérêt de l'entreprise et de ses parties prenantes (*stakeholders*) ». Par ailleurs, comme le souligne le rapport Houillon, « les recommandations de l'Afep et du Medef précisent que la rémunération des dirigeants mandataires sociaux doit être fixée en tenant compte de l'intérêt général de l'entreprise ». Il précise également que « le président de l'AMF, Jean-Pierre Jouyet, évoque, quant à lui, l'*utilité collective*, ce qui recouvre peu ou prou les mêmes tenants et aboutissants, tandis que Colette Neuville se réfère à l'intérêt social, dont la dimension est plus restrictive en ce qu'elle ignore l'enjeu de cohésion des salariés, l'acceptabilité sociale et, de manière plus générale, l'intérêt de l'économie française dans son ensemble ». Le rapport retient, quant à lui, cette notion nouvelle d'« intérêt général de l'entre-

prise » en préconisant d'inscrire dans le code de commerce que la rémunération des dirigeants doit lui correspondre. Dans le même ordre d'idée, le Parlement européen, pour sa part, parle des « intérêts à long terme de l'entreprise », incluant notamment l'intérêt de ses salariés comme de ses actionnaires, approche également conforme aux objectifs substantiels promus par le code MiddleNext.

LES PROPOSITIONS CLÉS D'UNE RÉFORME UTILE

Nous retiendrons ici trois catégories de propositions de réformes, par ordre croissant des enjeux conceptuels qu'elles portent.

Des procédures

Les comités des rémunérations

La loi française n'impose, dans les sociétés cotées, que la présence d'un comité d'audit⁹. Le comité des rémunérations n'est préconisé que par les règles non impératives de gouvernance (Afep et Medef). Le rapport Houillon suggère de donner un statut légal aux comités des rémunérations pour les sociétés cotées les plus importantes. Cette préconisation reprend la proposition Ayraut de septembre 2009, à ce stade enterrée au Sénat, mais va au-delà de l'initiative du Parlement européen qui laisse à l'organe de surveillance le soin de décider si une société cotée doit comporter un comité des rémunérations. La portée de cette

réforme devrait être, si elle aboutit, de peu de portée pratique dès lors que les principales entreprises cotées en France sont déjà dotées d'un tel comité (92 % des sociétés du CAC 40/SBF 120 et 52 % des autres sociétés cotées en France)¹⁰. Il convient de souligner toutefois qu'il s'agit surtout d'en assurer l'efficacité. Le rapport Houillon recommande ainsi la présence à titre consultatif d'au moins deux représentants des salariés de manière à « permettre un droit de regard sur les débats des comités et d'éclairer plus complètement les conseils dans leur prise de décisions, notamment au regard du respect de l'intérêt général ». L'Institut Montaigne, quant à lui, recommandait, outre le fait de rendre obligatoire l'existence d'un comité des rémunérations, de « poursuivre les efforts en matière de qualité du travail de ces comités au sein des grandes entreprises (recours à des expertises indépendantes, *shortlisting* de candidats) » et d'y interdire « quiconque ne disposant pas d'une indépendance totale à l'égard des dirigeants ». La proposition socialiste, portée par Jean-Marc Ayrault, allait plus loin encore en y incluant le commissaire aux comptes et en le dotant de compétences décisionnelles propres, ce que semble d'ailleurs suggérer le Parlement européen dans son initiative de juillet 2010, mais uniquement si l'organe de surveillance le juge approprié.

Say on pay

S'agissant du rôle des actionnaires (dont on peut rappeler qu'ils ne sont pas en principe amenés à se prononcer sur la question des rémunérations

- Cathiard, Santourens et Lemerrier, 2009), une proposition du rapport Houillon consiste à obliger les conseils à consulter les actionnaires sur la rémunération des dirigeants. Cette proposition rejoint la préconisation de l'Institut Montaigne d'adopter la règle du *say on pay* britannique qui « modère les éventuels appétits déraisonnables sans dessaisir le conseil, dont la responsabilité est et doit demeurer centrale ». L'initiative du Parlement européen de juillet 2010 apporte son soutien à cette proposition. Cette dimension consultative du processus (par définition *a posteriori*) complèterait en la concrétisant quelque peu l'approche en transparence du sujet et, en invitant le dirigeant à s'expliquer publiquement, pourrait promouvoir certaines valeurs d'autolimitation normative, relevant sinon de l'éthique, du moins d'un nécessaire pragmatisme. Et ce, sans pour autant valider la théorie actionnariale critiquable (cf. *supra*) de la gouvernance, ni modifier les règles de compétence traditionnelles du droit des sociétés français (dans notre « démocratie représentative », l'assemblée n'a de compétences que résiduelles derrière celles des dirigeants et des conseils, qu'elle nomme et qui lui rendent compte).

Le statut juridique du dirigeant

La « proposition-phare » de l'Institut Montaigne en 2007 consistait, de manière très opportune selon nous, à « lever définitivement les ambiguïtés de la relation entre le dirigeant et l'entreprise » en créant un statut de

mandataire social non salarié, comparable à celui d'un travailleur indépendant. Cette proposition impose de bannir le cumul mandat social-contrat de travail, fût-ce dans le cadre d'un contrat suspendu. Cette approche, qui ne relève aujourd'hui que de la recommandation du code de gouvernance Afep-Medef, a été reprise par le rapport Houillon. Cette clarification imposerait aux dirigeants de sociétés cotées - comme aujourd'hui les gérants majoritaires de SARL - d'adopter le statut fiscal et social des travailleurs indépendants. L'objectif de création d'un statut unifié du dirigeant mandataire social ne peut, selon nous, qu'aller dans le bon sens en permettant de mieux légitimer l'importance des rémunérations au vu des responsabilités assumées (l'« éthique de responsabilité » proposée par les rapports Clément, Houillon et Hyst). S'en évincent également un rétablissement du principe de révocabilité *ad nutum* (les indemnités de séparation disparaissant sauf en cas de rupture abusive ou stratégique) et une logique contractuelle « symétrique » (associant en substance et pas seulement en apparence objectifs et parts variables de rémunération). Encore faudrait-il qu'un régime fiscal et social adapté et lisible accompagne de façon adéquate ce nouveau statut.

Intervenir sur les montants

Piste 1 - Plafonner le montant des rémunérations

L'intervention législative ou réglementaire dans le domaine de la fixa-

tion des rémunérations soulèverait les questions de principe les plus profondes dans une économie libérale reposant sur des mécanismes contractuels. C'est d'ailleurs en cohérence avec cette logique que le décret du 30 mars 2009 (relatif aux conditions de rémunération des dirigeants des entreprises aidées par l'État) prévoit que les conventions passées entre l'État et les entreprises aidées doivent prévoir que « les éléments variables de la rémunération sont autorisés par le conseil en fonction de critères de performance quantitatifs et qualitatifs, préétablis et qui ne sont pas liés au cours de Bourse » et que « les éléments variables de la rémunération ne sont pas attribués ou versés si la situation de l'entreprise la conduit à procéder à des licenciements de grande ampleur ». L'État intervient ici non en tant que créateur d'une norme juridique impérative *erga omnes*, mais en sa qualité d'actionnaire (ou de créancier), cherchant non seulement à maximiser son retour sur investissement, mais aussi à conditionner son aide par un comportement soucieux de l'économie générale, dans une logique d'ailleurs conforme à la théorie des parties prenantes et, plus généralement, aux conceptions modernes de la responsabilité sociale des entreprises (RSE). La proposition Ayrault préconisait, dans cette même logique, de plafonner la rémunération totale des dirigeants des entreprises aidées à vingt-cinq fois la plus basse rémunération dans l'entreprise (alors que l'exposé des motifs le rappelle, les dirigeants des entreprises du CAC 40 gagnaient en 2007 en moyenne l'équivalent de 400 Smic à temps plein, ce rapport atteignant même parfois

1 000 Smic). On sait qu'elle fut entermée, mais l'avenir nous dira sans doute si cela est définitif car la brèche d'une forme de « régulation contractuelle » de l'État investisseur est désormais ouverte, dont les exigences dépendront sans doute des programmes et des orientations politiques de nos futurs gouvernants.

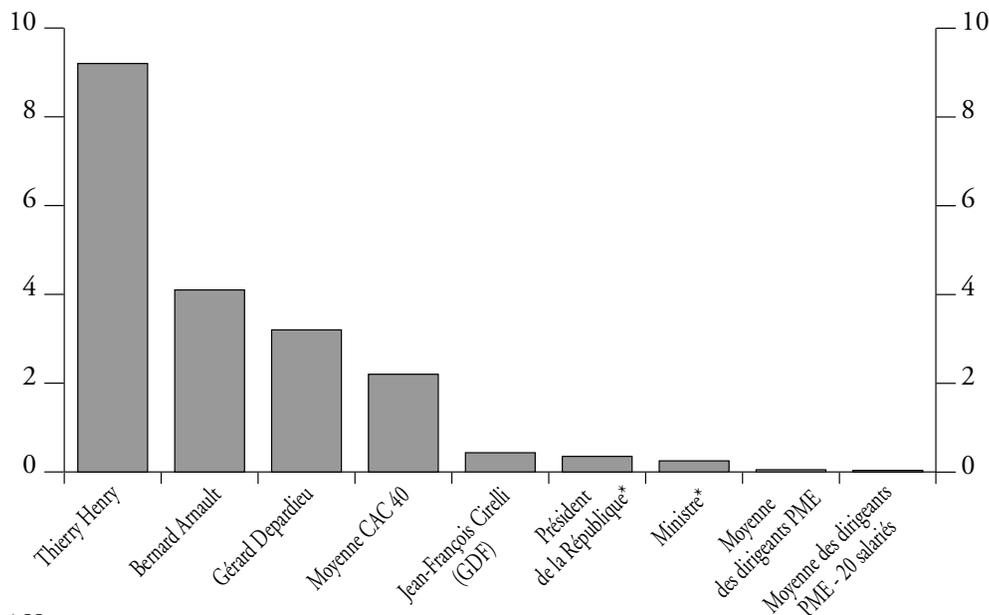
Aucune recommandation sérieuse n'envisage en revanche, à notre connaissance, d'intervenir directement, de manière autoritaire, sur le *quantum* des rémunérations des dirigeants des entreprises privées non aidées. La proposition Ayrault visait toutefois à imposer que cette rémunération ne puisse excéder un multiple de la plus faible rémunération versée au sein de l'entreprise. Cette logique s'inspirait notamment des recommandations de « bonne gouvernance » de Proxinvest, visant à préconiser un plafond « socialement acceptable » des rémunérations (Leroy, 2009). Sur le fondement d'une étude comparative des moyennes européennes, le chiffre de 240 fois le Smic est d'ailleurs avancé. Plutôt que de raisonner en multiples, le rapport Houillon, dans cette même logique, formule le vœu que soit plafonnée à 1 M€ la déductibilité de l'impôt sur les sociétés des rémunérations et des avantages de toutes natures consentis annuellement aux dirigeants mandataires sociaux. Outre que cette logique impose qu'un dépassement, aux conséquences financières lourdes, s'inscrive clairement dans l'intérêt social, elle permettrait corrélativement à la puissance publique d'intervenir dans les limites de ses attributions (la politique fiscale, incitative ou dissuasive), sans restreindre

la liberté contractuelle de principe des opérateurs.

Si l'approche normative en matière de multiples ou de plafonds n'est pas sans poser des difficultés insurmontables dans un système libéral, force est de reconnaître que l'écart creusé depuis une trentaine d'années entre les rémunérations les plus élevées (au premier rang desquelles généralement - mais pas toujours, par exemple dans les banques - celles du dirigeant) et les plus faibles a conduit à l'émergence d'un « sentiment de nombreux salariés de ne pas bénéficier équitablement des fruits de la croissance ». C'est en tout cas la conclusion du rapport sur le partage des fruits de la croissance fait en 2009 au Conseil d'analyse économique (CAE) par Cette et Sylvain (2009). Le rapport Houillon souligne pour sa part que la rémunération moyenne des dirigeants de grandes sociétés cotées a progressé de 15 % par an entre 1997 et 2007, alors que celle des salariés a évolué, sur la même période, de 3 % en rythme annuel... Même analyse de la part de Jean-Philippe Cotis, directeur de l'Insee, dans son rapport de mai 2009 sur le partage de la valeur ajoutée en France, qui fait état d'un « sentiment de déclassement relatif du salarié médian, progressivement rejoint par le bas de l'échelle et fortement distancé par l'extrémité haute de cette même échelle ».

La notion d'« acceptabilité sociale » des montants des rémunérations, proposée initialement par l'Institut Montaigne, promue par Proxinvest et le rapport Houillon, impose une réflexion politique, et pas seulement éthique ou juridique, sur la légitimité

Graphique 1
Exemples de rémunérations annuelles
dans différentes professions médiatisées
(en M€)



* Hors avantages en nature.

Sources : Institut Montaigne, 2007 ; Wikipedia (Rémunération des élus politiques en France).

mité des rémunérations managériales annuelles dépassant l'espérance de gains d'une vie de labeur de plusieurs cadres supérieurs d'entreprises, si l'on souhaite relancer un pacte social en panne d'efficacité (Philippon, 2007).

S'agissant de la procédure de fixation de ces plafonds, la proposition Ayraut visait à ce que le plafond annuel soit proposé par le conseil et « validé par l'assemblée générale des actionnaires, après avis du comité d'entreprise », rejoignant notamment une suggestion de Colette Neuville (audition par la commission Hyest 2009), visant à inscrire dans les statuts des sociétés des règles définissant la rémunération maximale des dirigeants mandataires sociaux par

rapport au salaire minimum ou au salaire moyen. Il nous paraît difficilement acceptable de confier aux actionnaires le soin de fixer une règle normative de ce type. Outre que cela ne s'inscrit pas dans la logique de notre système juridique, quelle serait la légitimité des actionnaires à procéder ainsi, sauf à considérer que l'enjeu ne concerne qu'eux ou que la protection de l'intérêt général de l'entreprise leur incombe ? Pourquoi ne pas également imposer un avis conforme des institutions représentatives du personnel ? Le conseil d'administration est en charge de la préservation de l'intérêt général (ou social) de l'entreprise, mission qui ne se résout pas à cumuler les autorisations des représentants des divers intérêts catégoriels.

Piste 2 - Réorienter les incitations variables

En matière de rémunérations variables, l'initiative du Parlement européen de juillet 2010 mérite tout particulièrement d'être citée, s'agissant de la lutte contre les effets pervers de certaines incitations financières et critiquant l'alignement issu de la théorie actionnariale : « L'intérêt financier personnel des dirigeants, qui est lié à la part variable de leur rémunération, entre à bien des égards en conflit avec les intérêts à long terme de l'entreprise, notamment avec l'intérêt de ses salariés comme de ses actionnaires. » Dans cette logique, il estime que la rémunération devrait être adaptée à tous les types de risques, être proportionnelle aux résultats effectifs de la prise de risques et sensible à l'horizon temporel des risques, existants et potentiels, qui ont une incidence sur les performances et la stabilité générales de l'entreprise. S'ensuivent maintes propositions, dont nous ne retiendrons ici que l'effort en faveur de mécanismes incitatifs raisonnables, fondés sur le long terme, l'intérêt général et la performance évaluée en termes d'objectifs stratégiques, dans une logique proche de celle retenue par le code MiddleNext de décembre 2009, alternative au code Afep-Medef, monopolistique de fait jusqu'à cette date (Portier, 2010a), articulée sur un « référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises » (Gomez, 2009).

Cette logique est également soutenue par les auteurs du rapport au CAE sur le partage des fruits de la croissance selon qui « pour les activités à fortes externalités économiques comme le

secteur financier, le conflit entre des systèmes d'incitation à court terme et l'intérêt à moyen terme des entreprises pourrait être atténué, par exemple, en bloquant les bonus plusieurs années de manière à ce qu'ils absorbent pour tout ou partie les pertes possibles des institutions financières » (approche dite du *claw-back* retenue par l'arrêté de novembre 2009 sur la rémunération des professionnels de la finance). Ceux-ci proposent plus largement de « symétriser les éléments de rémunération incitatifs des managers » et, s'agissant des stock-options, instrument déterminant de la part variable de l'intéressement des dirigeants et pierre angulaire de la théorie de l'alignement, invitent à n'en autoriser la levée (ou la vente des actions sous-jacentes) qu'après la fin des fonctions. En demeurant sur le terrain des garde-fous, le rapport Houillon préfère en réduire les avantages (suppression de la décote de 20 % sur le prix d'attribution et modulation du traitement fiscal des options selon qu'elles s'inscrivent dans un plan global ou limité) ou les effets d'aubaine (lissage des prix d'attribution par un calcul portant sur six mois plutôt qu'un seul). Même type d'approche à l'Institut Montaigne qui préconise, en s'appuyant notamment sur les travaux de Daniel Cohen et l'expérience allemande¹¹, de moduler la fiscalité des stock-options et des attributions gratuites d'actions pour que ne jouissent d'un traitement préférentiel que celles dont le bénéficiaire est conditionné à une surperformance objective de l'entreprise.

La proposition de loi Ayrault proposait plus radicalement de replacer les stock-options dans le cadre de leurs

« missions d'origine, à savoir aider les sociétés qui viennent de se créer et accompagner le risque pris par les créateurs d'entreprise », et ne les autorisait que dans les sociétés ayant moins de cinq ans d'existence. On sait ce qu'il advint de cette proposition, mais les puristes de l'opposition au système de l'alignement pourraient y voir, au-delà d'une approche dogmatique extrême, une forme de logique consistant à rechercher aux options une alternative fiscalement attractive, mais décorrélée du cours de Bourse (par exemple, l'autorisation des parts d'industrie...).

Mises en lumière par une crise financière sans précédent, les failles des concepts et des méthodes actuels de gouvernance d'entreprise imposent que le sujet de l'entreprise, de ses acteurs et de leurs interactions en termes d'objectifs, de récompenses et de contrôles soit réévalué. L'apport en

temps réel d'exemples concrets de limites des modèles actuels étayant la réflexion théorique antérieure offre désormais une occasion historique de repenser le sujet de manière cohérente, loin des dogmes du capitalisme financier ultralibéral d'outre-Manche qui a teinté ces dernières années la réflexion communautaire sur les marchés financiers.

Long terme, intérêt social (ou général), éthique, développement durable, raison... commandent déjà les orientations managériales de la plupart des entreprises françaises ou mondiales ; il convient que la logique des marchés financiers internationaux cesse d'éloigner les autres de ces objectifs de bon sens et que nos systèmes juridiques, qu'ils soient *soft* ou *hard*, et fiscaux permettent de revenir à ces évidences. De par sa dimension emblématique, le champ de la rémunération des dirigeants est au centre de cet enjeu d'avenir décisif.

NOTES

1. Interview de Gérard Longuet au *Figaro* le 6 juillet 2010.
2. Rapport d'information n° 332 (2008-2009) du sénateur Hiest.
3. Rapport d'information n° 1798 de la commission des lois, présenté par le député Houillon.
4. Arrêté du 3 novembre 2009.
5. Voir : Code de gouvernement d'entreprise MiddleNext, décembre 2009 (référentiel juin 2009).
6. Résolution du Parlement européen du 7 juillet 2010 (2010/2009 (INI)).
7. Rapport d'information n° 1270 du 2 décembre 2003 de la mission d'information sur la réforme du droit des sociétés, p. 60.
8. Rapport Houillon, 2009 ; dans le même sens, rapport Hiest, 2009.
9. Ordonnance 2008-1278 du 8 décembre 2008, transposant la directive CE 2006/43 du 17 mai 2006.
10. Source : Ernst & Young, 2009.
11. Daniel Cohen prescrit un traitement fiscal préférentiel réservé à la plus-value qui serait réalisée par rapport à un indice de référence. En Allemagne, le code de gouvernance exige des entreprises que l'attribution de stock-options soit systématiquement liée à des conditions de performance.

BIBLIOGRAPHIE

- AGRAWAL A. et KNOEBER C. R. (1996), « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders », *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, vol. 31.
- BECHT M., BOLTON P. et RÖELL A. (2005), « Corporate Governance and Control », European Corporate Governance Institute (ECGI), *Working Paper Series in Finance*. Disponible sur le site : www.eci.org/wp.
- BERGSTRESSER D. et PHILIPPON T. (2004), « CEO Incentives and Earnings Management », Harvard Business School, *Finance Research Paper*.
- BERLE A. A. et MEANS G. C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan.
- BHAGAT S. et BLACK B. (1999), « The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance », *Business Lawyer*, vol. 54, p. 921.
- BOOTH R. A. (1998), « Stockholders, Stakeholders and Bagholders (or How Investor Diversification Affects Fiduciary Duty) », *Business Lawyer*, vol. 53, février, p. 429.
- CATHIARD C., SANTOURENS B. et LEMERCIER A. (2009), « La rémunération des dirigeants dans les sociétés par actions », *Actes pratiques*, mars-avril.
- CETTE G. et SYLVAIN A. (2009), « Le partage de la valeur ajoutée en France », in *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2009*, Association d'économie financière.
- ERNST & YOUNG (2009), *Panorama des pratiques de gouvernance des sociétés cotées françaises*, p. 19.
- GOMEZ P.-Y. (2009), *Référentiel pour une gouvernance raisonnable des entreprises françaises*, rapport au conseil d'administration de MiddleNext.
- INSTITUT MONTAIGNE (2007), « Comment bien payer les dirigeants d'entreprise ? », *Amicus Curiae*, juillet.
- LEROY P.-H. (2009), « Rémunérations incontrôlées, les bases financières de l'effet de cliquet », in *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2009*, Association d'économie financière.
- MAYER C. (1996), « Gouvernement d'entreprise, concurrence et performance », *Revue économique*, n° 27.
- PHILIPPON T. (2007), *Le capitalisme d'héritiers : la crise française du travail*, Seuil.
- PORTIER P. (2010a), « Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites », Middle Next, *Cahier*, n° 4, mars. Disponible sur le site : www.jeantet.fr/espace-presse/newsletters/note-d-apres-crise-le-code-de-gouvernement-d-entreprise-pour-les-valeurs-moyennes-et-petites.31.html.
- PORTIER P. (2010b), « Gouvernance d'entreprise et relations actionnaires-dirigeants : vers de nouveaux paradigmes ? », Litec, étude en l'honneur de Fernand-Charles Jeantet.
- TRÉBULLE F.-G. (2006), « Stakeholders theory et droit des sociétés », *Bulletin Joly société*, décembre, p. 1337.