

## LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS : UN SUJET D'ÉTHIQUE

HÉLÈNE PLOIX\*

**A**près les affaires Enron et WorldCom, la publication des rémunérations dans les rapports annuels des sociétés a attiré l'attention sur ce sujet, partout dans le monde. Aux États-Unis, en Grande-Bretagne et en France, mais aussi aux Pays-Bas et en Allemagne, des réactions se sont développées tout au long de l'année 2003. La presse, les actionnaires en assemblée générale, et même les clients, ont manifesté leur opposition à des rémunérations globalement trop élevées ou jugées déconnectées des performances des entreprises et de leur cours de Bourse. Les pouvoirs politiques ont voulu montrer à l'opinion publique qu'ils étaient conscients de son émotion et allaient la protéger en cherchant un angle d'attaque pour légiférer. Le monde de l'entreprise a réagi en définissant des règles de conduite dans l'espoir de prévenir l'encadrement par la loi, avec le souci de prévenir les excès et d'éviter les effets de boomerang. Il est à craindre

que l'on ne puisse éviter de nouveaux débordements, mais ils seront moins nombreux si tous les acteurs, en ce domaine, prennent la mesure de leur responsabilité et si de vrais contre-pouvoirs, au sens de *checks and balances*, s'établissent sur tous les sujets qui concernent la gouvernance de l'entreprise.

### DES RÉMUNÉRATIONS CONTESTÉES

Non seulement les médias, mais encore les actionnaires et les clients ont manifesté leur mécontentement devant des rémunérations jugées scandaleusement élevées.

Les attaques les plus nombreuses et les plus vigoureuses ont été à l'encontre de dirigeants dont les rémunérations, part variable (bonus), *stock options*, ou indemnité de départ, ne tenaient pas compte de la chute du cours de Bourse de l'entreprise, ou de la baisse de ses

\* Présidente de Pechel Industries.

résultats, ou de sa nouvelle fragilité financière. Vont dans ce sens, par exemple : un article de *Fortune*, « You Bought, They Sold »<sup>1</sup>, dans lequel il est calculé que, depuis 1999, les dirigeants de vingt-cinq entreprises, dont le cours des actions a décliné de 75 % ou plus depuis leur plus haut niveau dans la période courant de janvier 1999 à mai 2002, « s'en sont sortis » avec 23 milliards de dollars ; le procès fait à Jean-Marie Messier, ex-président de Vivendi Universal, pour l'empêcher de toucher une indemnité de départ de 22 millions d'euros ; la pression exercée sur Pierre Bilger, ancien président d'Alstom, pour qu'il rende l'indemnité de départ de 6 millions d'euros, décidée depuis plusieurs années par son conseil d'administration, mais versée au moment où il devait céder la place à un nouveau président chargé de sauver l'entreprise ; le boycott par les clients de Ahold, en septembre 2003, des magasins hollandais de l'entreprise, lui faisant perdre sa part de marché, quand ils ont appris que le nouveau président, engagé pour remettre de l'ordre dans une société dont la filiale américaine avait produit des comptes faux, allait bénéficier d'une rémunération globale pour trois ans de 17 millions d'euros, alors que le cours de Bourse s'était effondré...

Dans d'autres cas, cependant, c'est le niveau absolu de la rémunération qui a soulevé la colère des actionnaires ou des médias. Ainsi, les actionnaires de Glaxo ont émis un vote « consultatif » négatif, le 19 mai 2003, en assemblée générale, sur le *package* (indemnité de départ et de retraite) de 22 millions de livres sterling proposé pour le président Jean-Pierre Garnier ; le président du New York Stock Exchange, Richard Grasso,

a été contraint de démissionner devant le tollé soulevé par la découverte de sa rémunération totale reçue (salaire et retraite) d'un montant de 139,5 millions de dollars, à laquelle devaient s'ajouter 57,7 millions de dollars en rémunération différée et indemnité de départ ; l'assemblée générale des actionnaires de News Corp, le géant mondial des médias contrôlé par Rupert Murdoch, a rejeté une résolution attribuant 3,15 millions de dollars de *stock options* à six dirigeants du groupe, dont les deux fils de Rupert Murdoch (celui-ci avait accepté de ne pas prendre part au vote) ; Microsoft et General Electric ont décidé de ne plus attribuer de *stock options*, les unes à l'ensemble du personnel, les autres au président, mais de les remplacer par l'attribution d'actions...

## COMMENT PRÉVENIR LES EXCÈS ?

À la suite du débat public, aux États-Unis, en Grande-Bretagne, et en France, les pouvoirs politiques ont envisagé de légiférer sur la rémunération des dirigeants. Les milieux entrepreneuriaux ont marqué, une nouvelle fois, leur opposition à des lois qui gèrent dans les détails l'économie et les entreprises, et restreignent leur capacité d'adaptation aux changements. Ainsi, en Grande-Bretagne, depuis la publication des comptes 2002, la loi exige la production d'un rapport spécial à l'assemblée générale des actionnaires sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux. Les informations exigées sont très précises (ce qui laisse la place à une information parfois

incomplète, comme dans tous les cas où la règle veut entrer trop dans les détails). L'assemblée générale des actionnaires doit exprimer son point de vue sur ce rapport par un vote « consultatif ». En France, la mission d'information parlementaire sur la gouvernance d'entreprise (novembre 2003) va dans le même sens, en préconisant un formulaire normalisé sur les règles de présentation des rémunérations et en renforçant la transparence.

Dans la même période, les instances émanant des milieux patronaux ont, cependant, montré leur souci d'éviter des dérives en élaborant des règles de déontologie qui président à l'établissement des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et recommandé un cadre de référence : aux États-Unis, The Conference Board Commission on Public Trust and Private Enterprise<sup>2</sup> ; en France, le Comité d'éthique du Medef<sup>3</sup>. En Grande-Bretagne, les nombreux articles sur les *fat cats* (chats gras), au cours de l'année 2003, ont incité le ministre du Commerce et de l'Industrie à lancer une consultation sur les *rewards for failure* (récompenses pour des échecs) à laquelle a répondu la Confederation of British Industry<sup>4</sup>.

Le vrai sujet est de rendre effectifs et efficaces : la transparence ; la relation entre la rémunération et la performance ; la cohérence des rémunérations dans l'entreprise ; et l'alignement des intérêts des dirigeants et des actionnaires dans le long terme.

## Transparence

La publication des rémunérations des dirigeants dans les rapports annuels

n'est pas, en soi, suffisante. Par exemple, en Grande-Bretagne, les dirigeants d'entreprises, ont reconnu qu'il fallait que l'information, sur les termes des contrats liant l'entreprise aux dirigeants, soit communiquée aux actionnaires, en langage clair, dès qu'ils sont signés. En France, où les mandataires sociaux sont révocables *ad nutum* et n'ont pas de contrat sauf s'ils ont été salariés de l'entreprise auparavant, il serait bien de prévoir l'indemnité de départ dans un contrat dès l'origine, si telle est l'orientation du conseil d'administration lorsqu'il nomme un nouveau dirigeant, et d'en informer les actionnaires.

L'information sur les rémunérations dans les rapports annuels doit permettre aux actionnaires de se faire un jugement<sup>5</sup> et de l'exprimer. C'est pourquoi, un cadre trop strict de présentation de l'information ne nous paraît pas souhaitable. Il est nettement préférable d'insister sur tous les objectifs que doit satisfaire cette divulgation et sur les critères qui ont servi à établir les rémunérations. L'information qui y répondra sera (en principe) plus complète. Par exemple, les actionnaires doivent connaître l'effet dilutif des plans de *stock options* qui sont proposés à leur vote et leur répartition entre les dirigeants et les autres salariés. Aussi, puisque la partie variable (prime ou bonus) est liée aux résultats, il est important qu'elle soit reliée, dans le rapport annuel, aux résultats de la période de calcul et non à l'année où elle est versée, en général l'année suivante...

La transparence doit aussi être complète entre le comité des rémunérations et le conseil d'administration. Celui-ci décide, sur proposition du

comité des rémunérations. Il doit connaître et comprendre tous les critères proposés, les méthodes de calcul, l'appréciation de la performance, et refuser une information limitée au seul montant de la rémunération.

Mais la transparence n'est vraiment efficace que si les actionnaires en tirent les conséquences et assument leur rôle d'équilibre des pouvoirs, au moins en assemblée générale. Ils doivent poser des questions, ils doivent dire leur étonnement voire leur mécontentement, s'ils estiment que les évolutions ne sont pas justifiées.

### **Relation entre la rémunération et la performance**

La pratique sur la part de rémunération variable (prime ou bonus) par rapport au salaire fixe est extrêmement variable d'un pays à l'autre et d'une entreprise à l'autre. Il semble qu'en France, la prime soit souvent devenue largement plus importante que la part fixe et calculée, en général, sur les seules performances de l'année. Au contraire, la pratique anglaise vise à équilibrer ces deux éléments de la rémunération, fixe et variable, et distingue deux bonus : le bonus à court terme, calculé sur l'atteinte des objectifs de l'année ; et le bonus à long terme, lié à des critères de performance comparée sur plusieurs années à celle des principaux concurrents ou à des sociétés comparables.

Trois aspects doivent être, ici, mis en balance : la motivation ; le coût ; et l'incitation à prendre des risques. Il est clair que les critères d'attribution de la prime doivent être liés aux résultats de

l'exploitation et jamais au cours de Bourse, et tenir compte de la performance vis-à-vis de la concurrence. Il nous paraît aussi qu'elle doit être plafonnée dans des proportions raisonnables par rapport à la part fixe (certainement moins de 2 fois celle-ci, de préférence 1 fois).

L'attribution de « parachutes dorés » rentre dans ce même volet de réflexion. Ils devraient être fixés dès l'origine du contrat du dirigeant, d'un montant limité par rapport au salaire fixe, et jamais attribués en cas de départ pour performance insuffisante. En Grande-Bretagne où les dirigeants ont des contrats courts, en général inférieurs ou égaux à un an, l'indemnité de départ est de la durée du contrat.

### **Cohérence des rémunérations dans l'entreprise**

De nombreuses voix se sont élevées, aux États-Unis, en Grande-Bretagne, en France, contre les progressions beaucoup trop rapides des rémunérations des dirigeants et contre leur décalage. Aux États-Unis, la rémunération totale médiane des PDG est passée de 1,8 million de dollars en 1992 à 6,1 millions de dollars en 2000. En 2002, elle était de 15,7 millions de dollars en moyenne pour les PDG des 100 premières sociétés. En dix ans, la rémunération des PDG a progressé de 340 %, tandis que celle de l'employé progressait de 36 %<sup>6</sup>. CalPERS évalue la rémunération des dirigeants à 400 fois celle d'un ouvrier.

Une étude réalisée, en Grande-Bretagne, par Monks Partnership

(PriceWaterhouseCoopers LLP)<sup>7</sup> montre que les PDG des FTSE 100 gagnent 5 fois plus en monnaie constante aujourd'hui qu'en 1984, pour un chiffre d'affaires qui n'est que 1,3 fois celui de 1984.

La raison principale de cette situation provient de la distribution trop généreuse de *stock options*. D'après Standard & Poors, 79 % de l'augmentation de la rémunération médiane des PDG américains de 1992 à 2000 sont dus essentiellement à l'attribution de *stock options*. En 1992, elles représentaient 27 % de la rémunération médiane des PDG, tandis qu'elles en représentaient 60 %<sup>8</sup> en 2000. L'attribution de plans de *stock options* est une bonne chose pour mieux aligner l'intérêt des dirigeants et des actionnaires, mais la distribution doit être raisonnable et ne doit pas résulter en une confiscation par les dirigeants. Elle doit être l'occasion, au contraire, d'associer un maximum de personnel à l'objectif de croissance de la valeur de l'entreprise à long terme.

Une autre raison de l'écart de progression entre les rémunérations dans l'entreprise se trouve dans l'utilisation croissante de comparateurs pour fixer la rémunération de base et la part variable des dirigeants. C'est ce que l'on appelle le syndrome du quartile supérieur. Des bases de données sont constituées par des sociétés de conseil spécialisées. Pour une position donnée, dans un secteur d'activité donné, les rémunérations sont ainsi réparties par quartile. Aucun dirigeant ne souhaite, évidemment, être dans le quartile inférieur. Ils veulent tous être dans le quartile supérieur. Il

appartient à chaque comité des rémunérations de résister à la pression qui se traduit, finalement, par un relèvement de la moyenne et de la médiane des salaires des dirigeants.

### Alignement des intérêts des dirigeants et des actionnaires

Personne ne remet en cause la motivation que représente l'attribution de *stock options*. Dans une histoire des *stock options* d'Aristote à Enron<sup>9</sup>, s'appuyant sur 70 cas, Blasi, Kruse et Bernstein concluent qu'un plan de *stock options* augmente immédiatement la productivité d'environ 4 points et le taux de retour annuel de l'actionnaire d'environ 2 %. Ils recommandent, en conséquence, avec des *caveats*, d'étendre les plans de *stock options* et d'alléger la fiscalité des plans d'actionnariat salarié.

Pour aligner plus sûrement l'intérêt des dirigeants sur celui des actionnaires, plusieurs aspects doivent être pris en considération dans la structure des plans de *stock options* et leur traitement. Il s'agit, tout d'abord, de l'ampleur du plan et de son effet dilutif. Il faut encore que le nombre de *stock options* attribuées soit raisonnable par rapport à l'ensemble de la rémunération considérée, et que les critères d'attribution liés à la performance soient précis. Il est important aussi de ne pas lier la taille et l'attribution des plans de *stock options* à l'évolution constatée du cours de Bourse. Trop souvent, de nouveaux plans significatifs ont été émis après que les précédents soient passés « sous l'eau » du fait de la chute brutale du cours de

Bourse. Des émissions modérées, régulières et systématiques sont autrement préférables.

Aux États-Unis, le 29 octobre 2003, le Financial Accounting Standards Board (FASB) a demandé que soit mis fin, à compter de 2005, à l'exception du traitement comptable des *stock options*, et qu'elles soient comptabilisées comme des dépenses. Ceci contribuera, évidemment, à donner une image plus juste des résultats. Certaines entreprises, menées par Coca Cola, ont déjà adopté cette position<sup>10</sup>.

Mais pour que cet alignement des intérêts ait du sens, il faut poser le problème de l'horizon d'investissement des actionnaires et, en particulier, des investisseurs institutionnels. Aux États-Unis, ils détiennent plus de 55 % du marché des actions et un pourcentage plus large encore en France, puisque les seuls investisseurs institutionnels étrangers détenaient 42,6 % des sociétés du CAC 40 en juin 2002. Ils n'ont pas été innocents dans la création de la bulle boursière. La détention moyenne d'un titre s'établissait à onze mois en 2001 contre huit ans en 1960<sup>11</sup>. Au moment où la capitalisation boursière de Enron était de 150 milliards de dollars, la valeur intrinsèque de la société était, semble-t-il, de 10 à 12 milliards de dollars. Qui furent les acteurs de cette spéculation ? Pour que les dirigeants soient principalement mobilisés sur la création de valeur à long terme, il faut qu'ils puissent compter sur des actionnaires « patients » qui aient le même objectif de long terme et un comportement conforme à cet objectif. Les gestion-

naires d'épargne, constituée essentiellement pour la retraite, du fait du vieillissement des populations, ont un rôle à jouer dans la réinsertion de l'éthique dans leurs critères de décision.

### RESTAURER L'ESPRIT DE RESPONSABILITÉ ET LE SENS DE LA MESURE

Comme on l'a vu ci-dessus, il est toujours possible de mieux utiliser les outils existants, encore faut-il le vouloir. De nouvelles règles vont essayer de limiter et de pénaliser les déviations. Mais les règles n'empêchent pas la malhonnêteté. Quand les règles sont trop précises, on les contourne. Pour revenir à des situations acceptables, il faut replacer le sujet de la rémunération dans sa dimension éthique. L'éthique, c'est la balance, l'équilibre. Quand il y a possibilité d'absence de borne, on échappe à la matérialité. Quand il y a démesure, il y a perte de contrôle sur la réalité. La financiarisation de l'économie a considérablement contribué (dès le début des années 1990) à ce mouvement. La déconnection de la réalité qui est manifeste dans les nouveaux produits financiers s'est propagée aux commissions et aux rémunérations. L'*hubris*, c'est l'absence de limite. Le domaine de la rémunération se prête bien à l'*hubris*. La recherche du profit personnel peut devenir de la cupidité aveugle. Il suffit de rappeler la justesse de la réponse attribuée à Rockefeller à la question : « De combien avez-vous besoin pour vivre heureux ? Juste un peu plus ». Il est urgent de faire prendre

conscience, une fois encore, à tous ceux qui concourent à la définition des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux de leur responsabilité. Il faut leur redonner le sens de la mesure.

Pour que les comités des rémunérations définissent ces rémunérations de manière responsable, il est évidemment important qu'ils soient composés de membres indépendants, au sens de totalement libres dans leur analyse, réflexion et proposition, et forts de caractère pour imposer, éventuellement, leur point de vue. Ils doivent aussi être responsables devant le conseil d'administration et l'assemblée générale des actionnaires, c'est-à-dire qu'ils doivent lui rendre compte explicitement de l'articulation de leurs propositions<sup>12</sup>. Les exigences de transparence vont tout à fait dans ce sens. Mais il doit leur être répondu dans leur esprit et pas seulement dans leur

lettre, celle-ci permettant souvent des esquives.

Le sens de la mesure est une donnée personnelle. L'opinion publique et les actionnaires ont leur rôle à jouer pour rappeler cette dimension. Il serait bien aussi de faire du sens de la mesure un critère de sélection des dirigeants et des administrateurs. Mais il n'est pas suffisant d'en appeler au sens de la responsabilité des dirigeants et des administrateurs, les actionnaires et, en particulier, les investisseurs institutionnels ont leur part à jouer en matière de responsabilité : dans leur horizon d'investissement et par leur expression lors des assemblées générales et des votes de résolutions. Ils doivent voter.

Un bon équilibre des pouvoirs entre les uns et les autres peut aussi contribuer à maintenir le sens de la mesure et de la responsabilité.

## NOTES

1. 2 septembre 2002, p. 64.

2. *Findings and recommendations*, part 1: *Executive Compensation*, 17 septembre 2002.

3. *La rémunération des dirigeants d'entreprise, mandataires sociaux*, mai 2003.

4. *Directors' Contracts and Severance*, septembre 2003.

5. Proxinvest, dans sa déposition d'octobre 2003 devant la Commission des lois, regrette, par exemple, que lorsque la direction est située dans une société holding placée à l'étranger, il n'y ait pas d'information ou que l'information porte, dans certains cas, sur les seules rémunérations nettes.

6. The Conference Board Commission on Public Trust and Private Enterprise, septembre 2003, note de bas de page 3.

7. *The Express*, dimanche 27 avril 2003.

8. The Conference Board Commission on Public Trust and Private Enterprise, septembre 2003, note de bas de page 4.

9. Joseph Blasi, Douglas Kruse, Aaron Bernstein, in *the Company of Owners : the Truth About Stock Options (And Why Every Employee Should Have Them)*, Basic Books.

10. Le problème ne se pose pas en France, car la législation est différente (voir rapport Bouton).

11. The Conference Board's Global Corporate Governance Research Center, *Le Monde* du 21 juin 2002, Bain & Company .

12. Voir : Hélène Ploix, *Le dirigeant et le gouvernement d'entreprise*, Village mondial, Pearson Education France, Paris, 2003.