GENEVE
1208 Genève
20 A Avenue Krieg
Tel. 022.8404203-4
adelaide@sunrise.ch

MILANO
20129 Milano
Viale Majno, 10
Tel. 02.62690118
marchettini@adelaideconsulting.com

ADELAIDE consulting

CERCLE DES ADMINISTRATEURS INSEAD WHARTON

CONFERENCE DE PIERO MARCHETTINI

(M.B.A. INSEAD 1981)

LA DERNIÈRE RECOMMANDATION DE L'UNION EUROPÉENNE ET LES PRINCIPES DU FINANCIAL STABILITY BOARD EN MATIÈRE D'EXECUTIVE COMPENSATION : 20 ANS D'EXCÈS, DE CRISES ET DE REGLEMENTATIONS

Collège des Bernardins
Paris, 25 novembre 2010

Pendant ces 20 dernières années et malgré quelques crises financières et économiques (telles que celle des *dot-com* au début de notre siècle) le domaine de *l'executive compensation* a été caractérisé par une quasi-inexorable croissance. Cette dernière, favorisée par une monté en flèche du secteur financier, a engendré beaucoup de nouveaux riches, qui ont à leur tour encouragé une économie basée sur la consommation et souvent même sur le gaspillage.

Bien que les *top managers* (souvent associés dans l'esprit collectif aux banquiers, aux financiers, aux *traders*…) ne soient pas les seuls responsables de l'actuelle crise économique, il n'en demeure pas moins évident, aux yeux de l'opinion publique européenne et américaine, qu'un changement radical s'impose en ce qui concerne les méthodes à suivre ainsi que le niveau de rémunération desdits managers. La prolifération des mesures législatives et réglementaires, tant au niveau national qu'international (tel les Recommandations de l'Union Européenne et les Principes du Financial Stability Board) confirme cette volonté de changement qu'affichent les gouvernements occidentaux partagée entre l'opinion de citoyens vivant la crise au jour le jour (et pas nécessairement seulement à la fin du mois) et celle des top managers et des banquiers qui, comme les acteurs majeurs dans le redressement de l'économie, n'acceptent pas d'être culpabilisés en tant que seuls responsables de la crise. Par contre, les titres des journaux semblent indiquer que dès que la situation économique s'améliore, les premiers bénéficiaires ne sont pas les chômeurs, mais les *top managers*, les banquiers, les *traders*, qui recommencent à revoir leur *bonus*.

Serait-ce vrai qu'en matière *d'executive compensation* « Si nous voulons que tout reste tel que c'est, il faut que tout change » ? (selon la célèbre phrase du Prince Tancredi dans le Guépard)[1].

Nous avons rapidement parcouru l'évolution en la matière pendant le dernier demi siècle, en nous arrêtant surtout sur les changements législatifs et réglementaires entrepris par les gouvernements occidentaux après le début de la crise il y a environ 2 ans.

Pendant longtemps (à partir des années '60, jusqu'au début des années '90) le panorama de l'*executive compensation* a été raisonnablement stable et prévisible. En effet :

[1] «*Se vogliamo che tutto rimanga come è, bisogna che tutto cambi»*, Giuseppe Tomasi di Lampedusa, *Il Gattopardo*, Milan 1958, page 32.

- la rémunération d'un CEO (*Chief Executive Officer*) était un multiple « *raisonnable* » de celle de l'employé moyen (40 fois environ aux États-Unis, beaucoup moins en Europe et au Japon) ;

- la croissance moyenne du marché actionnaire était en ligne avec la croissance du PNB (environ 3% par an)[2] ;

- les niveaux de rémunération du secteur financier étaient tout à fait en ligne avec ceux des autres secteurs.

Toutefois, être un *top manager* pendant les années '70 et '80 représentait de nombreux dangers (Besse, PDG de Renault, Herrhausen, CEO de Deutsche Bank, et Ghiglieno*, top executive* du Groupe Fiat, ils ont tous été assassinés par des groupes terroristes)[3].

Le panorama a changé de façon significative avec la déréglementation qui s'est produite au sein des secteurs déjà réglementés dans la plupart des pays occidentaux et, en particulier, au sein du secteur financier. À partir de la moitié des années '90, la finance et l'*executive compensation* ont vécu une période caractérisée par des excès :

- aux États-Unis, la rémunération des CEO est passée de 40 à 400 fois celle d'un employé moyen (surtout à cause des plans de *stock option*)[4] et aussi dans les pays scandinaves le multiple a franchi le seuil des 50 [5];

- dans beaucoup de pays, la croissance moyenne des marchés actionnaires a dépassé la croissance du PNB (surtout en ce qui concerne la bulle spéculative des produits liés à la *new economy* et des produits financiers structurés) ;

- les niveaux de rémunération du secteur financier ont dépassé d'environ 60% les niveaux d'autres secteurs, même si l'emploi dans le secteur financier n'a pas augmenté de façon significative[6] [7].

---

[2] À partir de 1980 jusqu'à 2007, le PNB mondial a augmenté sur une base moyenne de 3,4% par an et, même si la crise financière va durer jusqu'à la fin de cette année, la croissance moyenne du PNB pendant la période 1980-2010 va rester autour de 2,7% annuel. Gary Becker et Kevin Murphy, *Do not let the "cure" destroy capitalism, Financial Times*, 20 mars 2009.

[3] Piero Marchettini, *Executive Remuneration and the Latest EU Recommandation*, *Benefits & Compensation International*, novembre 2009.

[4] Le multiple aux États-Unis est passé de 42 en 1982 à 431 en 2004. N. R. Narayana Murthy, « *Greed is not good* », *World Business*, avril 2006.

[5] Robert Anderson, *Two quit over Finland's bonus outcry, Financial Times*, 8 avril 2009.

Pendant cette période, la position de CEO n'était plus un poste à risque, mais un tremplin pour une carrière politique (Prodi, ancien CEO de IRI, est devenu Premier Ministre d'Italie ; Paulson, ancien CEO de Goldman Sachs, et Breton, ancien PDG de France Telecom, sont devenus Ministres des Finances aux États-Unis et en France).

Cet « Âge d'Or » de l'*executive compensation* a été brusquement confronté à la crise financière de 2008. Voici quelques exemples à ce sujet:

- Entre janvier 2007 et avril 2009, le S&P 500 a chuté d'environ 40% et l'indice des banques américaines d'environ 70%[8] ;

- la plupart des principales banques a licencié ses CEO, tout en leur payant des indemnités de départ élevées (Stan O'Neal a reçu par la Merrill Lynch US$ 160 millions, et Chuck Prince a reçu US$ 42 millions par la Citicorp) ou en leur accordant des droits acquis à une importante retraite complémentaire (la valeur capitalisée de la retraite de Fred Goodwin, CEO de la Royal Bank of Scotland, correspondait à £ 17 millions) [9] [10];

- suite à la crise financière de 2008 beaucoup d'employés travaillant dans le secteur bancaire ont perdu leur travail et quelques millions d'employés exerçant dans d'autres secteurs ont été licenciés en 2009 et 2010[11] ;

---

[6] Entre 1948 et 1982 les États-Unis connaissent un taux de rémunération dans le secteur des services financiers qui est ligne avec les autres secteurs. Cette stabilité est toutefois interrompue lorsque la rémunération commence à augmenter très rapidement et atteint même en 2007 un niveau de 181% supérieur à la moyenne par rapport aux autres secteurs. Martin Wolf, *Cutting back financial capitalism is America's big test, Financial Times*, 15 avril 2009.

[7] La même tendance s'est manifestée en Suisse avec une progression des rémunérations dans le secteur des services financiers pendant la période 2000-2007 correspondant à 8% annuel par rapport à une croissance moyenne de 4,2% dans le secteur des services en général. Myret Zaki, *Les salaires contestés de la finance, Le Temps Lundi Finance*, 9 février 2009.

[8] Krishna Guha, *Steeled for stress, Financial Times*, 20 avril 2009.

[9] Jane Croft et George Parker, *Pension for former chief executive sparks anger*, *Financial Times*, 27 février 2009.

[10] En effet Fred Goodwin aurait dû recevoir une retraite annuelle de £ 703.000 qui, compte tenu de son âge de 50 ans, s'élevait à une capitalisation d'environ à £ 17 millions. Toutefois, suite à une forte pression sociale, il a accepté d'effectuer un remboursement partiel. Jane Croft et Jim Pickard, *Ex-RBS chief agrees to hand back more than a third of his pension*, *Financial Times*, 19 juin 2009.

[11] Entre novembre 2008 et mars 2009, le taux de chômage aux États-Unis a augmenté de 600.000 chômeurs par mois et a ainsi atteint, à 9,4%, son point le plus haut depuis les 26 dernières années . Krishna Guha, Aline Vanduyn et Anuj Gaugahar, *Rate of US job losses falls sharply*, *Financial Times*, 6 juin 2009.

- toutefois, ce panorama des plus pessimistes, n'a pas empêché des groupes financiers au bord de la faillite de verser en 2009 d'importants bonus (US$ 3.6 milliards chez Merrill Lynch, CHF 2 milliards chez UBS et US$ 165 millions pour les *top managers* d'AIG)[12] [13].

La réaction des gouvernements est aussi une conséquence de l'échec de la *corporate governance*. Il est d'ailleurs intéressant d'observer qu'aux États-Unis les fonctionnaires publics sont soumis depuis longtemps à des standards rigoureux en matière de rémunération, tandis qu'il y a une étonnante indulgence pour les *senior corporate executives*…[14]. En effet :

- les Comités de Rémunération ne sont pas arrivés à contrôler l'explosion des rémunérations des *top managers* (surtout en ce qui concerne les plans d'actionnariat et les parachutes dorées) ;

- les membres non exécutifs des conseils d'administration du secteur financier n'ont pas été en mesure de contrôler le lien entre le risque d'entreprise et les systèmes de primes et/ou d'intéressement des *traders* et des autres spécialistes financiers[15] ;

- les investisseurs institutionnels ont été peu performants dans l'évaluation des compétences des membres des conseils d'administration et de leur fonctionnement.

Cet échec est également dû au fait que la *shareholder value* (représentée par l'augmentation des dividendes trimestriels et du prix des actions) était considérée comme le principal objectif stratégique et non pas le résultat d'une croissance à long terme de l'entreprise. Même Jack Welch, considéré le « *prophète* » de la *shareholder*

---

[12] Aux États-Unis, la réaction publique vis-à-vis des bonus de AIG a été si forte que le Congres a approuvé un impôt rétroactif de 90% frappant les bonus payés par les entreprises ayant reçu des fonds publics. Toutefois cet impôt a par la suite été éliminé. *Banker fury over tax "witch-hunt", Financial Times,* 21-22 mars 2009.

[13] La réaction publique suisse vis-à-vis les bonus contractuels de UBS en 2008 et 2009 a, quant à elle, été beaucoup plus contenue même si la banque a perdu plus de CHF 20 millions en 2008 et a reçu un aide financier de CHF 67 milliards de la Confédération. *L'Hebdo*, 29 janvier 2009, page 56.

[14] Michael Skapinker, *We need new rules for top executive pay*, Financial Times, 24 mars 2009.

[15] On a démontré que les banques et les compagnies d'assurance avec des conseils d'administration pleins de membres sans une connaissance spécifique du secteur financier ont connu des pertes majeures sur les produits structurés par rapport à d'autres banques et compagnies d'assurance qui comptaient des membres avec une expérience spécifique dans le secteur. Paul Strebel, *Time to bring real shareholders back on board, Financial Times*, 13 février 2009.

value, a fini par reconnaitre que : « *La shareholder value est un résultat, non pas une stratégie* »[16]. Malheureusement l'augmentation de la *shareholder value* a pendant longtemps empêché les membres non-exécutifs des conseils d'administration de défier les pratiques de mauvais *corporate governance*.

L'indignation de l'opinion publique face à la crise a ouvert la voie à la réaction gouvernementale sur les rémunérations des *top managers* surtout dans le secteur financier. Dans beaucoup de pays les gouvernements ont réagit de façon très dure, par exemple :

- aux États-Unis, un plafond de US$ 500.000 a été fixé pour les rémunérations des *top managers* des entreprises qui avaient reçu des fonds du *Troubled Asset Relief Program* (TARP)[17] (en outre, le Département du Trésor des États-Unis a désigné un « *Tsar de rémunérations* » avec le pouvoir de rejeter les plans de rémunération pour les entreprises qui avaient reçu une aide financière de l'État[18]) ;

- toujours aux États-Unis, le gouvernement a décidé de faire face au problème des banques « *too big to fail* » en proposant une réintroduction des principes qui étaient à la base du Glass-Stegall Act (la loi qui séparait l'activité commerciale de l'activité de banque d'affaires, approuvée après la crise du 1929 et abolie au début des années '90)[19].

- en France, les bonus du secteur financier seront payés sur une période de plusieurs années et liés à une rentabilité à longue durée[20]. ;

- en Allemagne, un plafond de € 500.000 a été introduit pour les *top managers* des banques qui avaient reçu des fonds publiques (en outre, des autres mesures bien plus sévères ont été proposées, telles que des périodes de *vesting* plus

---

[16] Francesco Guerra, *A need to reconnect*, *Financial Times*, 23 mars 2009.
[17] Greg Farell, *US bank chiefs face $ 500,000 limit*, *Financial Times*, 5 février 2009.
[18] Patrick Jenkins, Megan Murphy, Francesco Guerra et Tom Braithwaite, *A revival of fortunes*, *Financial Times*, 17-18 octobre 2009.
[19] Cette réintroduction est évidemment contesté par les banquiers, car elle va sûrement réduire d'une façon significative les dimensions de leur activité, mais à différence que dans le passé, ils ont des difficultés à se faire entendre à Washington. Comme il a été observé par Neal Wolin, Sous- Secrétaire du Trésor des États-Unis : « *They live in different worlds and have different cultures, and there's no question that there's a certain lack of mutual intelligibility. […] The culture gap was clearly exacerbated as a result of compensation issues, which a lot of people understandably found difficult to swallow* ». Tom Braithwaite et Francesco Guerrera, *A wider divide*, *Financial Times*, 26 mai 2010.
[20] Anne Michel, *L'État oblige les banques à reformer les bonus des traders*, *Le Monde*, 9 février 2009.

longues pour les *stock options*, une rémunération variable seulement à la fin d'un contrat de la durée de 5 années, et le remboursement d'un an de salaire dans le cas de résiliation du contrat et/ou du mandat d'administrateur pour mauvaise gestion)[21].

LA RECOMMANDATION 385/2009 DE L'UNION EUROPÉENNE ET LES PRINCIPES DU FINANCIAL STABILITY BOARD

Dans ce contexte, en 2009 murissent les conditions pour que deux organismes internationaux interviennent de façon ponctuelle spécifique en matière de *executive compensation*. Il s'agit de l'Union Européenne et du Financial Stability Board.

Ces interventions ne sont pas dues au hasard, mais représentent l'aboutissement d'un long chemin dans le cas de la Recommandation de l'Union Européenne, et la réponse d'un secteur financier mis sous accusation par l'opinion publique de tous les pays occidentaux dans le cas du Financial Stability Board.

En règle générale, pendant les 10 dernières années, on a observé en Europe une croissante attention de l'opinion publique, des investisseurs et des organes de contrôle, mais aussi une certaine convergence normative, en matière d'*executive compensation* (et plus précisément en matière de rémunérations des administrateurs de sociétés cotées). Les pays où ce phénomène est le plus évident sont :

1. la France, qui a favorisé la voie législative (depuis 2001, 7 lois en cette matière ont été promulguées), tout en prévoyant aussi des formes d'autoréglementation (*Les Recommandations* des associations du patronat AFEP-MEDEF représentent un des meilleurs exemples d'autodiscipline) ;

2. le Royaume-Uni, qui a favorisé la participation active des actionnaires (le soi-disant « *say-on-pay »,* qui prévoit un vote de l'assemblée des actionnaires sur les rémunérations des administrateurs, existe depuis 2002) et qui a produit des codes d'autoréglementation très détaillés et, dans l'ensemble, efficaces.

Cette primauté de la France et du Royaume-Uni n'est pas due au hasard. Au Royaume-Uni les investisseurs institutionnels (en particulier les fonds de pension, orientés à long

[21] Bertrand Benoit, *Germany acts on executive pay*, *Financial Times*, 6 mars 2009; et *Germany backs strict board room pay curbs*, *Financial Times*, 30-31 mai 2009.

terme) ont toujours eu une importance significative et les « *trustees* » ont toujours eu, parmi leurs fonctions, celle de veiller sur les rémunérations du *top management* dans les sociétés dont le fond de pension est actionnaire[22]. En France il existe un fort esprit jacobin qui prend les riches et les privilégiés pour cible (parmi lesquels il y a aussi les grands patrons). De plus les investisseurs institutionnels (surtout d'origine anglo-saxonne) contrôlent une part très significative de l'actionnariat dans les principales sociétés (celles qui appartiennent à l'indice boursier CAC 40)[23].

Dans les autres Pays européens des interventions législatives plus ou moins fréquentes se sont vérifiées (en Belgique ou en Allemagne), au travers desquelles on a privilégié le pouvoir des actionnaires en matière de rémunération (en Hollande et en Suède aussi il existe le principe du *say-on-pay*, qui a été introduit l'année dernière en Allemagne). Dans ce contexte, en 2009 un changement très important a eu lieu (lié en partie à la crise économique et financière, à l'intervention des gouvernements qui ont aidé financièrement les banques de leur pays et à la réaction de l'opinion publique face aux nombreux scandales de rémunération).

Le 30 avril 2009 l'Union Européenne promulgue la Recommandation 2009/385/CE. Cette Recommandation, qui n'est pas aussi contraignante qu'une Directive (qui doit être incorporée dans la législation des États Membres) a toutefois pour conséquence un effet plus immédiat car son contenu peut être pris en considération tout de suite par les États Membres, par les autres organes de contrôle et d'autorégulation, par les associations d'investisseurs, par chaque société cotée... Cette Recommandation complète deux précédentes Recommandations en matière de rémunération des administrateurs de sociétés cotées, la 2004/913/CE et la 2005/162/CE[24].

---

[22] On a observé que les *trustees* de fonds de pension sont socialement plus proches au travailleur moyen par rapport aux gestionnaires financiers. De plus, par rapport aux gestionnaires qui travaillent dans les grandes banques, ils n'ont pas de conflits d'intérêts car ils ne proposent pas d'autres services aux sociétés dans lesquelles leur fond a investi. C'est pour ça qu'ils peuvent être beaucoup plus sévères dans la vigilance sur les niveaux de rémunération des *top managers* des sociétés dans les quelles ils investissent Pauline Skipala, *Questions about ownership*, *Financial Times*, 15 février 2010, supplément financier.

[23] À partir de 1995 jusqu'à aujourd'hui, en France les investissement de la part des investisseurs institutionnels étrangers ont doublé. Au niveau européen, en 2008, ces investisseurs contrôlaient 37% de la capitalisation boursière, par rapport à 25% de 2003. La présence d'investisseurs institutionnels étrangers (en particulier anglo-saxons) représente un important facteur de contrôle sur la *corporate governance* des sociétés dans lesquelles ils investissent, ainsi que sur les niveaux de rémunération de leurs *top managers.* Richard Minline, *A meeting of minds, Financial Times*, 1 mars 2010.

[24] Recommandation de la Commission du 30 avril 2009 complétant les Recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées (2009/385/CE), *Journal Officiel de l 'Union Européenne*, 15 mai 2009.

La dernière Recommandation de l'Union Européenne représente un *corpus* organisé en matière d'*executive compensation*, car elle n'aborde pas seulement les différents éléments de la rémunération (*bonus*, actionnariat, indemnité de départ…), mais aussi le thème de la divulgation de l'information en matière de rémunération (*disclosure*), celui du rôle du Comité de Rémunération et de ses Membres, et également le niveau d'implication des actionnaires. Le Financial Stability Board a émis des Principes analogues aux indications de la Commission avec référence aux rémunérations du ecteur bancaire/financier. Ces Principes sont analysés dans un document rédigé par le Comité de Bâle[25] et ils touchent trois sujets principaux :

1. la *governance* des rémunérations des dirigeants et du personnel opérationnel avec des importantes responsabilités dans le secteur financier (*top managers*, *executives*, *bankers, traders*…) ;

2. l'alignement effectif entre les rémunérations et le risque inhérent aux activités exercées ou contrôlées par le susdit personnel ;

3. le contrôle effectif par les autorités de vigilance et le niveau d'implication des *stakeholders*.

Les Principes du Financial Stability Board sont relativement en ligne avec le contenu de la Recommandation 2009/385/CE, on note toutefois les différence suivantes :

- la Recommandation a pour but de protéger et impliquer les actionnaires (les *shareholders*), tandis que le Financial Stability Board s'adresse à tous les *stakeholders* du secteur financier ;

- la Recommandation a pour objet les rémunérations des administrateurs (c'est-à-dire du *top management*) de sociétés cotées, tandis que les Principes du Financial Stability Board traitent aussi des politiques de rémunération qui concernent le personnel opérationnel (dans la mesure où il est caractérisé par des importantes responsabilités en termes de revenus et/ou profits).

Il nous a paru souhaitable d'examiner les points principaux de la dernière Recommandation de l'Union Européenne, en les comparant aux points similaires dans les Principes du Financial Stability Board.

---

[25] *Compensation Principles and Standards Assessment Methodology*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank of International Settlements, janvier 2010.

- ***Rémunération variable***

Les concepts clés sont : « *Pay-for-performance »* et l'équilibre entre « *short and long term* ». Le but doit être de veiller au développement à long terme de la société et de s'assurer que les *bonus* et les autres formes d'intéressement à court terme soient liés aux résultats effectivement obtenus. Les résultats doivent être conformes aux critères de *performance* prédéterminés et mesurables, qui peuvent être de nature financière ou non financière (par exemple valorisation des *intangible assets*). La Recommandation propose aussi la fixation d'un plafond, c'est-à-dire un niveau maximum, pour la rémunération variable. Une partie significative des montants gagnés chaque année devrait être toutefois bloquée pour être ensuite payée dans le moyen terme, quand les résultats à court terme pourront être considérés consolidés (par exemple après 3 - 5 années). Enfin, si la rémunération variable s'avérait *a posteriori* avoir été distribuée sur la base de donnés évidemment erronées, le montant relatif devrait être remboursé.

Ces indications sont plus ou moins en ligne avec de nombreuses propositions présentées dans plusieurs pays européens (et aussi aux États-Unis). Il faut d'ailleurs observer que des propositions de limites maximum à la rémunération variable (voir même son élimination) ont été prévues pour les sociétés ayant reçu des financements publiques à cause de leur situation critique (surtout aux États-Unis, dans le secteur financier), et non pas pour toutes les sociétés cotées. En effet, il semble difficile qu'une telle proposition puisse être passivement adoptée par les sociétés cotées qui n'ont pas besoin d'aides publiques. Au contraire, les autres propositions en matière de rémunération variable paraissent raisonnables et conformes aux bonnes règles de *corporate governance*.

Les Principes du Financial Stability Board en la matière bien qu'en ligne avec la dernière Recommandation de l'Union Européenne s'avèrent être plus précis dans les domaines suivants :

1. une partie significative (environ 40 – 60%) du *bonus* annuel doit être différée pendant une période d'au moins 3 années ;

2. en cas d'événements négatifs liés aux objectifs sur lesquels on s'est basé pour calculer le *bonus* et qui se sont vérifiés pendant les années suivantes, la composante différée doit être réduite ou même éliminée ;

3. le système d'intéressement doit en tout cas tenir compte de différents risques (d'ordre financier, de liquidité, d'image…) liés aux objectifs attribués[26].

- ***Plans d'actionnariat***

Les plans d'actionnariat devraient contribuer à la création de valeur pour la société à long terme. Dans ce but, les plans devraient prévoir une maturation du droit d'exercice ou de propriété (*vesting*) au moins trois àpres l'attribution des actions (*stock grant*) ou des options (*stock options*). De plus, ce *vesting* devrait être toujours subordonné à la réalisation d'objectifs de *performance*, et non pas à un simple terme temporel. Enfin les administrateurs devraient conserver une partie des titres reçus ou renvoyer l'exercice des options (même après le *vesting*) jusqu'à la cessation de leur rapport de travail et/ou mandat avec la société. La Commission précise que, pour éviter des conflits d'intérêts, aucune *stock option* devrait être attribuée aux administrateurs non exécutifs. Aussi les principes contenus dans cette section sont-ils en ligne avec les normes et les pratiques de *corporate governance* prédominantes au niveau international.

Une intéressante nouveauté est née du fait que les administrateurs maintiennent une partie significative des actions reçues ou souscrites jusqu'à la fin de leur mandat. Cette partie devrait idéalement avoir une valeur au moins égale à deux années de rémunération totale (résultante de la somme du fixe et du variable).

Selon le Financial Stability Board au moins la moitié de la rémunération variable des *top managers* devrait être assignée sous forme d'actions et/ou d'instruments variables dont la valeur est liée à la cotation du titre.

- ***Indemnités de départ***

Il faut éviter que la distribution des indemnités *ad personam* au profit des administrateurs exécutifs et d'autres *top managers* se transforme en une récompense pour la faillite, comme cela s'est souvent produit, notamment dans le secteur financier. L'objectif est d'éliminer ce que l'on appelle les *golden parachutes*, en ramenant les indemnités de départ et/ou mandat à des niveaux comparables à ceux versés aux autres dirigeants. Pour atteindre cet objectif il faut limiter le montant maximum (non supérieur à deux années de rémunération fixe) et exclure une quelconque indemnité en

[26] Une intéressante analyse des facteurs qui sont à la base des profits dans le secteur financier et des risques lies à ces profit se trouve dans une publication de Banca d'Italia, coordonné par Fabio Pennetta et Paolo Angelini, *Financial Sector pro-cyclicality : lesson from the crisis*, Banca d'Italia, n° 44, avril 2009, page 61.

cas de résiliation pour prestations inadéquates ou démissions volontaires. Il reste entendu que les cessations de contrat et/ou mandat dues au changement des stratégies d'entreprise ou à des fusions/acquisitions (même s'il s'agit formellement de cas de démissions) peuvent donner droit au versement d'une indemnité.

Le gouvernement belge a récemment approuvé de spécifiques limites normatives de montant inférieur (12 mois de rémunération fixe, qui deviennent 18 dans les cas où le *top manager* est resté dans la même société pendant au moins 20 ans).

Les principes énoncés dans cette section sont partagés par le Financial Stability Board, qui interdit aussi une forme de *benefit* assez répandue dans le secteur financier : l'extinction gratuite, au moment de la résiliation du rapport de travail et/ou de la cessation du mandat d'administrateur, d'emprunts et/ou prêt accordés aux *top managers*.

- ***Divulgation (disclosure) des politiques et des niveaux de rémunération***

En général, on peut observer qu'aux États-Unis le thème de la « *disclosure* » sur les politiques de rémunération des *top managers* a été largement développé, peut être pour contrebalancer la limitation des droits attribués aux actionnaires minoritaires[27]. Même les Nations Unies se sont exprimées à ce sujet dans un document sur les « *best practices* » en matière de *corporate governance*[28]. L'Union Européenne, quant à elle, intervient maintenant en précisant que la divulgation en matière de rémunération (déjà présente dans la précédente Recommandation 2004/913/CE) doit être ultérieurement renforcée à travers les mesures suivantes:

- o des explications des critères de *performance* adoptés pour déterminer la rémunération variable, des méthodes de calcul choisies et de leur impact sur les résultats à long terme (y compris les prévisions en cas de résultats négatifs) ;

- o des informations sur les modalités de payement différé de la rémunération variable ;

- o des informations sur la détermination des indemnités de départ et/ou mandat ;

[27] Pour approfondir ce thème, il faut lire l'analyse très intéressante de Simon Wong, *Failings of US disclosure-based regulation*, *Financial Times*, 1 mars 2010, supplément financier.
[28] *Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure*, Nations Unies, 2006, pages 20-21.

- o des informations sur les modalités de « *vesting* » des plans d'actionnariat et sur leurs effets pour la fidélisation du *management* ;

- o des explications sur les critères choisis pour analyser les niveaux de rémunération du marché (en particulier dans le choix des sociétés considérées pour le *benchmarking*).

Sans entrer dans les détails, il vaut la peine de relever que 60% des États membres de l'Union Européenne demandent actuellement une divulgation de la politique de rémunération, et les deux tiers d'entre eux souhaitent une divulgation au niveau individuel des rémunérations des administrateurs.

Même le Financial Stability Board s'étend de façon très détaillée sur le contenu de la divulgation en prévoyant un « *rapport annuel sur les politiques de rémunération* » qui doit être rapidement rendu public.

Le but de cette *« disclosure »* est surtout celui de favoriser une implication constructive de tous les *« stakeholders »* qui doivent être en mesure d'estimer de façon appropriée le lien entre la stratégie d'entreprise, ses risques et les rémunérations des *decision-makers*. De cette façon, les *stakeholders* pourront baser leurs décisions sur des informations ponctuelles dans le cadre de leurs relations d'affaires avec la banque et/ou la société financière en question.

- ***Comité de rémunération et rôle de ses membres***

La Recommandation prévoit trois propositions innovatrices en matière de composition, rôle et fonctionnement du comité de rémunération. Premièrement, pour ce qui est de la composition du comité, au moins un de ses membres devrait être expert en pratiques de rémunération. Concernant le fonctionnement dudit comité, la Commission prévoit que : « *s'il fait appel aux services d'un consultant en vue d'obtenir des informations sur les pratiques du marché en matière de systèmes de rémunération, le comité de rémunération devrait veiller à ce que le consultant concerné ne conseille pas simultanément le département des ressources humaines ou les administrateurs exécutifs ou les membres du directoire de la société concernée* ». Enfin, le comité devrait vérifier le bien-fondé du rapport qui caractérise la rémunération des administrateurs (et en particulier celle du CEO) vis-à-vis de celle du reste du personnel de la société concernée. Les autres indications sur le rôle du comité (révision périodique de la politique de rémunération), ses décisions (qui doivent être illustrées de façon objective et intégrale) et l'obligation de communiquer aux actionnaires, sont

évidentes et en ligne avec les pratiques du *corporate governance*. Il est donc judicieux de nous attarder sur les trois propositions plus innovatrices[29].

La première, concernant la présence d'un expert en rémunération au sein du comité (et donc du conseil d'administration) est assez ambigüe. En réalité la Recommandation prévoit que : « *au moins un des membres du comité de rémunération devrait posséder des connaissances et de l'expérience en matière de politique de rémunération* ». Cette proposition n'implique pas l'intégration d'un expert. En effet, il est très difficile que dans le conseil d'administration d'une société cotée il n'y ait pas au moins un administrateur indépendant qui ne soit (ou ait été) CEO dans des sociétés importantes. En qualité de CEO (ou ancien CEO) il aura certainement abordé des thèmes liés à la rémunération. On pourrait donc penser qu'il a « *des connaissances et de l'expertise* » suffisantes. Il faut également observer que jusqu'à présent, la présence de CEO (ou ancien CEO) dans les comités n'a jamais empêché des scandales liés à la rémunération ; ceci étant peut être dû à des connaissances trop génériques en la matière. Il y aurait également la possibilité d'introduire dans les comités des anciens directeurs de département des ressources humaines ou des consultants experts en politiques de rémunération mais il faut se demander les raisons (pendant une période ou la tendance générale est de réduire les conseils d'administrations pléthoriques) d'utiliser un poste de membre du conseil d'administration seulement pour acquérir des compétences et de l'expérience en matière de politiques de rémunération.

La deuxième proposition de la Commission en matière de comités de rémunération est beaucoup plus raisonnable car elle prévoit que le consultant qui assiste le comité soit différent de celui qui assiste le *manager*, la direction des ressources humaines ou d'autres directions de l'entreprise. En définitive, comme on l'a clairement indiqué dans la Communication de la Commission Européenne qui accompagne la Recommandation, « *les consultants en rémunération pourraient se trouver en situation de conflits d'intérêts. […] Ils doivent en effet garantir que ce ne sont pas les mêmes consultants qui conseillent le département des ressources humaines de la société ou les administrateurs exécutifs ou les membres du directoire* ». Il est clair que l'application correcte et rigoureuse de cette indication implique que le comité de rémunération (ou de moins le conseil d'administration) puisse disposer de son propre budget pour se faire assister par des consultants avec des connaissances et une expertise appropriées. Au contraire, il n'est pas du tout souhaitable que le coût des consultants du comité incombe à la direction des ressources humaines ou (pire) au *top management*. Le Financial Stability Board est du même avis: « *The board remuneration committee should have access to advice […] that is independent of advice provided to senior management* ». Cette prise de position est. en ligne avec le Principe n° 1 : « *The firm's board of directors must actively oversee the compensation system's design and operation. The*

[29] Piero Marchettini, *L'ultima raccomandazione dell'Unione Europea e i Principi del Financial Stability Board in tema di Executive Compensation*, *Il Risparmio*, n 1, janvier – mars 2010.

compensation system should not be primarily controlled by the chief executive officer and management team. Relevant board members and employees must have independence and expertise in risk management and compensation ».

De plus, le problème du conflit d'intérêts des consultants en *executive compensation* (ou mieux, le conflit des sociétés dans l'utilisation des consultants) avait fait l'objet d'une minutieuse analyse également aux États-Unis au cours de laquelle les investisseurs institutionnels ainsi que le Congrès des États-Unis d'Amérique avaient pris position.

C'est ainsi qu'en 2006, dans une lettre adressée par 13 fonds de pension (avec 850 milliards de $) aux 25 plus grandes sociétés américaines on lisait [30] :

- *« Il est fondamental qu'un consultant en rémunération se révèle libre de quelque conflit d'intérêt, présumé ou réel » ;*

- *« Les nombreuses relations d'affaires avec une société cliente pourraient compromettre l'indépendance des recommandations fournies par un consultant au comité de rémunération et cela pourrait représenter un danger par rapport à la confiance placée par les actionnaires » ;*

- *« Les préoccupations des les investisseurs institutionnels pour l'indépendance des consultants en politique de rémunération sont analogues à celles soulevées au cours des dernières années à propos de l'indépendance des réviseurs comptables ».*

En 2007, le Congrès a effectué une minutieuse analyse qui met à jour des conflits d'intérêt en matière d'*executive compensation* dans 45% des 250 principales sociétés américaines[31]. Suite à cette analyse et aux positions adoptées par les investisseurs institutionnels, trois des principales sociétés internationales de conseil d'origine américaine, la Hewitt Associates, la Mercer et la Towers Watson, ont décidé au début de 2010 de se séparer d'une partie de leur division d'*executive compensation* en constituant à travers un *spin-off* une société spécialisée totalement indépendante, la Meridian Compensation Partners (ex Hewitt), la Compensation Advisory Partners (ex Mercer) et la Pay Governance (ex Towers Watson). De cette façon ces sociétés permettent à leur clientèle, du moins aux États-Unis, d'éviter des situations de conflits d'intérêt.

[30] Francesco Guerrera, *Financial Times*, 2 novembre 2006.
[31] Gretchen Morgenson, *International Herald Tribune*, 6 décembre 2007.

La troisième proposition contenue dans la Recommandation est assez évidente : l'existence d'une relation justifiée entre la rémunération du CEO et celle de ses homologues dans des sociétés comparables ne suffit pas. En effet il faut également que la rémunération du CEO soit proportionnée à celle de ses collaborateurs, et à celle de tout le personnel de la société.

- ***Rôle des actionnaires***

Il est évident que l'application de ces principes doit être imposée par la loi ou être mise en application par une autoréglementation. Dans ce dernier cas, le rôle des actionnaires, surtout institutionnels, devient très important. En effet le Point 61 de la Recommandation précise que : « *les actionnaires devraient être encouragés à assister aux assemblées générales et à faire un usage avisé de leur droit de vote. En particulier, les actionnaires institutionnels devraient jouer un rôle de premier plan dans le but d'améliorer l'obligation des comités de rendre compte sur les questions de rémunération, en considérant les principes établis dans la présente Recommandation, dans la Recommandation 2004/913/Ce et dans la Recommandation 2005/162/CE* ».

Pour intégrer le droit de vote sur les rémunérations du *top management,* il serait convenable que les investisseurs puissent également s'exprimer sur le choix et sur les rémunérations des consultants en matière d'*executive compensation* (du moins par rapport aux consultants qui assistent le comité de rémunération). Cela leur assurerait un rôle proactif en cette matière. Il faut rappeler que jusqu'à aujourd'hui seulement 4 pays de l'Union Européenne (Royaume Uni, Hollande, Suède et, depuis l'année dernière, aussi l'Allemagne) ont adopté par voie législative le principe du « *say-on-pay* », c'est-à-dire le vote (actuellement seulement consultatif) des actionnaires en assemblée sur les rémunérations des administrateurs.

Le Financial Stability Board a adopté une position nettement plus innovatrice en faisant référence, dans le Principe n° 9, à tous les *stakeholders* (« *Firms must disclose clear, comprehensive and timely information about their compensation practices to facilitate constructive engagement by all stakeholders* »).

De toute façon, une plus grande participation des *stakeholders* prévue par le Financial Stability Board est tout à fait compréhensible. Les sociétés qui travaillent dans le secteur financier, en cas de crise, nuisent non seulement aux actionnaires, c'est-à-dire aux investisseurs, mais aussi et surtout à un large ensemble de sujets extérieurs (épargnants, entreprises clientes, leurs employés, tous les contribuables en cas de *bail out*…). Les derniers exemples d'intervention publique dans presque tous les Pays pour assister le système bancaire ont démontré qu'une crise financière peut avoir des

conséquences bien plus graves que celles engendrées par une crise dans d'autres secteurs de l'économie.

AUTOREGLEMENTATION OU INTERVENTION LEGISLATIVE ?

En général, on peut observer qu'en Europe les normes en matière d'*executive compensation* oscillent entre autoréglementation et intervention législative. La France, avec cette lois au cours des dix dernières années, affirme son penchant pour l'intervention législative. Cela est assez naturel, vue la longue tradition d'intervention de l'État dans l'économie (qui remonte à Jean Baptiste Colbert).

Le Royaume Uni, au contraire, fidèle aux principes d'Adam Smith sur la suprématie de l'économie de marché, a favorisé l'autoréglementation. Cela ne signifie pas qu'il n'existe aucun cas d'autoréglementation française (par exemple les Recommandations AFEP-MEDEF)[32] ou qu'il n'existe aucune intervention législative du Royaume Uni (par exemple le récent impôt sur les *bonus* des *bankers*). Mais, de manière générale, on peut considérer la France comme le pays de l'intervention législative et le Royaume Uni celui de l'autoréglementation.

D'autres pays européens oscillent périodiquement entre les deux approches. En général, quand l'opinion publique s'anime après quelque scandale, le législateur intervient (ou menace d'intervenir). À partir de ce moment, les organes d'autodiscipline (les autorités de Bourse, les associations d'entrepreneurs, les associations d'investisseurs…) avancent des propositions en la matière, souvent à contrecœur, pour éviter l'introduction d'une réglementation défavorable et ils présentent des codes d'autodiscipline plus ou moins rigoureux. Le cas allemand est le plus évident. En Allemagne on a assisté à des initiatives judiciaires (évidemment juridiquement fondées) qui ont risqué de compromettre la carrière d'un grand banquier comme Ackermann, CEO de Deutsche Bank, pour une légèreté vénielle (en tant que membre du Conseil de Surveillance de Mannesmann il approuva une rémunération trop généreuse des dirigeants exécutifs qui avaient favorisé la vente de la société à Vodafone à des conditions d'ailleurs très favorables pour les actionnaires). Ackermann fut acquitté, mais une loi de septembre 2009[33] confirme le principe de responsabilité du Conseil de Surveillance pour la distribution de rémunérations excessives au *top management.* Cette loi prévoit que chaque membre du Conseil de Surveillance, au cas où il serait retenu coupable, devra payer un montant minimum correspondant à 10% du dommage subi par la société, et à 150% de sa propre rémunération annuelle. De plus, il ne peut pas transférer intégralement à une compagnie d'assurance les éventuelles charges liées à cette responsabilité, mais il doit assumer personnellement une part des

[32] *Recommandation sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé* , AFEP-MEDEF, octobre 2008.
[33] Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung.

éventuelles sanctions. D'ailleurs l'Allemagne a avancé des propositions de loi vraiment draconiennes, comme par exemple le « *remboursement* » d'un an de rémunération par le *top management* en cas de pertes significatives dues à des erreurs de gestion. Par contre, l'association allemande des entrepreneurs s'est montrée disposée à traiter les thèmes de *corporate governance* seulement en présence de propositions normatives défavorables, quitte à rebrousser chemin aussitôt que le péril passé.

L'expérience de la Suisse démontre au contraire une tendance particulière à réagir trop tard. Il y a quelques années, il n'existait aucune *disclosure* individuelle des rémunérations du CEO. Aujourd'hui, l'avis des actionnaires en matière de rémunérations du *top mangement* (le soit-dit « *say-on-pay* ») n'est pas encore juridiquement obligatoire .

Cette pratique a été introduite à titre consultatif dans quelques sociétés seulement (parmi lesquelles l'UBS, suite aux désastreuses pertes qui ont eu lieu pendant les deux dernières années). En effet, la grande banque aurait certainement fait faillite si la Confédération n'était pas intervenue. Malgré cela, UBS a distribué en 2009 2 milliards de francs à titre de *bonus*. Ospel, CEO de UBS jusqu'à 2008, n'a subit aucune condamnation pour les escroqueries de ses *bankers* aux États-Unis[34].

Ces escroqueries, réprimées vigoureusement par les autorités judiciaires américaines, vont probablement mener à l'abolition du secret bancaire suisse (et, par conséquence, vont compromettre la crédibilité de la Suisse vis-à-vis des investisseurs étrangers désireux de garder l'anonymat)[35].

Dans ce contexte, Thomas Minder, un entrepreneur de Schaffhouse, est devenu très célèbre dans le monde économique et politique suisse, en se faisant promoteur d'un referendum contre les « *rémunérations abusives de top managers* »[36].

Le Financial Stability Board, pour sa part, a prédisposé une série de Principes destinés aux autorités de surveillance du secteur bancaire dans les différents pays. Ces Principes, et les normes d'application relatives, comme on l'a déjà indiqué, sont résumés dans un document prédisposé par le Comité de Bâle sur la surveillance dans le secteur bancaire (« *Compensation Principles and Standards Assesment Methodology* »). Il appartiendra à chaque pays d'adopter les normes nécessaires pour

[34] Pour approfondir les événements qui ont causé la débâcle de UBS, lire l'œuvre de Myret Zaki UBS, *Les dessous d'un scandale*, Lausanne, 2008.
[35] Une autre œuvre de Myret Zaki approfondi la question du secret bancaire suisse : *Le secret bancaire est mort, vive l'évasion fiscale*, Lausanne 2010.
[36] *Yves Petignat, Vers un vote du peuple contre les bonus abusifs, Le Temps*, 12 mars 2010.

rendre effectivement applicables les principes promulgués par le Financial Stability Board.

- ***L'expérience britannique***

Au Royaume Uni l'implication active des actionnaires en matière de politiques de rémunération du *top management* remonte aux années '50, quand la Prudential Assurance fit un *blitz* contre Sir Bernard Docker, *Chairman* de Birmingham Small Arms, accusé des excessives dépenses de sa femme débitées à la société. Au cours des décennies suivantes, les investisseurs institutionnels, souvent guidés par l'Association of British Insurance (ABI), ont adopté un système complexe de règles de *corporate governance* recueillies dans le Combined Code basé sur l'autoréglementation. En 2002 on a introduit le principe du *say-on-pay*, qui prévoit un vote non contraignant mais consultatif des actionnaires sur les rémunérations du *top mangement*.

Ce vote a été utilisé de façon décisive lors de deux cas célèbres: celui de Glaxosmithkline (en obligeant la société à réduire le *compensation package* de son CEO) et celui de Royal Dutch Shell (en rejetant les *retention bonus* prévus au profit de certains *executive* qui n'avaient pas été choisis pour la position de CEO et qui, pour cette raison, devaient être motivé à travers des instruments de rémunération *ad personam*).

En 2009, l'application du Combined Code dans le secteur financier a fait l'objet d'une révision approfondie par une commission présidée par Sir David Walker. Parmi les propositions contenues dans le Rapport Walker, il y a celle d'une démission automatique (sauf la possibilité d'une éventuelle réélection) du Président du comité de rémunérations, si le rapport sur les rémunérations du *top management* prédisposé par ce comité n'était pas approuvé avec 75% au moins des votes [37].

Un exemple très récent et macroscopique d'intervention législative est représenté par l'impôt sur les *bonus* des *bankers*, introduit il y a quelques mois par Gordon Brown. Cet impôt s'élève à 50% sur les *bonus* au-dessus de £ 25.000. Cette norme fiscale, temporaire et extraordinaire parce que limitée au seul secteur financier, avait été justifiée par l'importante intervention de l'État venu en aide au système bancaire britannique (de toute façon, cet impôt touche aussi les employés des banques qui n'ont reçus aucune aide de l'État). En réalité, ce choix impromptu, qui semblait fait pour calmer l'opinion publique furieuse, s'est révélé une considérable source de revenus

[37] John Plender, *Rarely pointed finger, Financial Times*, 18 janvier 2010.

pour le Trésor britannique (qui a gagné environ £ 2,5 milliards) et, en même temps, il a donné un exemple à la France (qui a adopté une norme presque identique)[38].

- ***L'expérience française***

Comme on l'a déjà indiqué, dès 2001, pas moins de 7 lois en matière de rémunération du *top management* ont été promulguées en France. Précisément il s'agit des lois suivantes :

1. *Loi NRE (15 juin 2001)*

Cette loi prévoit la publication des rémunérations des mandataires sociaux. La réglementation a été complétée en décembre 2001 par des instructions spécifiques publiées par la Commission sur la Bourse (COB)[39].

2. *Loi de sécurité financière (août 2003)*

Cette loi stipule une obligation d'information du marché sur la gouvernance d'entreprise et le contrôle interne pour toute personne faisant appel public à l'épargne, complété par a publication chaque année par l'Autorité sur les Marchés Financières (AMF) de son propre rapport sur la base de cette information.

Le champ de l'information est réduit : seuls sont concernés les groupes dont la société mère est cotée. En revanche l'information porte également sur les rémunération versées par les sociétés en contrôle.

3. *Loi Breton (26 juillet 2005)*

Cette loi établie que les indemnités de départ des mandataires sociaux doivent être approuvées par l'assemblée des actionnaires. Elle prévoit par ailleurs que le bilan rende publics les principes sur lesquels le conseil d'administration s'est fondé à l'occasion de

---

[38] Brooke Masters, George Parker et Sharlene Goff, *Bonus supertax yelds £ 2,5 bn*, *Financial Times*, 5 mars 2010.

[39] *« Même si cette nation de mandataire social n'est pas définie par le législateur, elle doit être entendue ici comme englobant, outre le gérant, le président, le directeurs généraux et les délégués, les administrateurs, les membres du conseil de surveillance et du directoire ».* Bulletin mensuel COB, avril 2002, n° 367.

la détermination des rémunérations et des avantages en nature assignés aux administrateurs.

4. *Loi Tepa (21 août 2007)*

Cette loi exige que les accords correspondants aux indemnités de départ des administrateurs prévoient des critères de *performance* auxquels lier le montant distribué. Les critères susmentionnés concernent soit la performance de l'administrateur, soit la performance de la société, et ils doivent être rendus publics.

5. *Loi du financement de la Sécurité Sociale (2008)*

Les *stock options* et actions gratuites sont assujetties depuis le 16 octobre 2007 à une nouvelle contribution sociale employeur et bénéficiaire.

6. *Loi de finance (2009)*

Les rémunérations différées distribuées aux *top managers* ne peuvent pas être déduites des revenus d'entreprise si elles sont 6 fois supérieures au plafond de la Sécurité Sociale (c'est-à-dire € 205.848 en 2009).

7. *Décret 31 mars 2009*

Dans les sociétés qui ont reçu une aide de l'État, il est interdit d'attribuer des *stock options* et/ou des *stock grants* aux mandataires sociaux. En outre, ceux-ci ne peuvent recevoir aucune forme de rémunération variable (par exemple des *bonus*) au cas où des licenciements ont été effectués.

Cette ferveur législative (pas toujours cohérente et parfois influencée par un certain « *dirigisme populiste* ») a provoqué de considérables inquiétudes dans les milieux d'entrepreneurs. Par conséquent, les associations des employeurs AFEP-MEDEF se sont rapidement mobilisées pour élaborer les « *Recommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé* ».

Ces Recommandations ont à leur tour été interprétées par l'Institut Français des Administrateurs (IFA), qui a publié une série de commentaires concertant leur

application[40], ainsi qu'un guide spécifique sur le rôle du Comité des Rémunérations et des Nominations[41].

Inutile de dire que, pendant ces dernières années, le thème des rémunérations des *grands patrons* a fait l'objet d'un large débat dans tous les médias, qui a eu des conséquences directes. Un exemple en est celui du cas Bouton, ancien PDG de la Société Générale qui, même s'il a gardé sa charge malgré une perte de presque € 5 milliards causée par les malversations du *trader* Jérôme Kerviel, fut obligé de démissionner quand il fut rendu public qu'il avait accepté (mais non pas demandé) d'être le bénéficiaire d'un plan de *stock options*. L'opinion publique considéra tout à fait inapproprié qu'un Président non exécutif (après l'*affaire Kerviel* Bouton avait renoncé aux charges opérationnelles) résultait bénéficiaire d'un plan d'actionnariat lié à la *performance* du titre, et le scandale qui a suivi, obligea Daniel Bouton à donner sa démission.

Actuellement, tous les *compensation package* des *grand patrons* français sont systématiquement passés au crible par l'opinion publique, même quand ils sont soumis aux critère d'autodiscipline.

FAUT IL SUPPRIMER LES BONUS?

Cette prolifération de Recommandations de l'Union Européenne, de Principes du Financial Stability Board, de lois, de codes d'autoréglementation... porte inévitablement à se poser une question très simple : n'est il pas tout simplement préférable de supprimer les bonus ? Ce propos iconoclaste ne surgit pas nécessairement dans les milieux des chômeurs des entreprises en faillite à cause de la crise car l'élimination des bonus a été proposée par l'académicien Henry Mintzberg, Professeur de Management à l'Université McGill de Montréal, dans un article publié sur le Wall Street Journal[42]. Mintzberg conteste le principe selon lequel : « *La valeur d'une entreprise est représentée seulement par ses mesures financières, ou mieux par le prix de ses actions. Allons- y ! »* continue Mintzberg, *« Les entreprises sont beaucoup plus compliquées. Leur valeur est surtout représentée par ce que les comptables appellent goodwill, c'est-à-dire la valeur intrinsèque au delà du capital matériel indiqué dans le bilan : la qualité de ses marques, sa réputation sur le marché, la profondeur de sa culture, l'engagement de son personnel et ainsi de suite. […] Trop souvent, les mesures financières représentent des faciles alibis utilisés par des dirigeants pauvres d'idées et*

---

[40] *Pour l'application des recommandations AFEP-MEDEF sur la recommandation des mandataires sociaux des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, Publication IFA*, février 2009.
[41] *Le Comité des Rémunérations et des Nominations, Publication IFA*, 16 janvier 2006.
[42] Henry Mintzberg, *No More Executive Bonuses*, *The Wall Street Journal*, 30 novembre 2009.

d'énergies qui ne savent rien faire d'autre, en particulier ils ne savent pas gérer en profondeur leur entreprise. Ou pire, ces mesures encouragent des abus de la part de CEO impatients, qu'avec un minimum d'efforts, ils exploitent ce goodwill en faisant des économies sur la maintenance de l'équipement et sur le service à la clientèle, en virant des employés expérimentés, tout en laissant mijoter les autres dans leur jus, en bradant des marques appréciées par le public et ainsi de suite. De cette façon, les coûts mesurables vont être rapidement réduits, mais au même temps l'entreprise commence lentement à dégringoler ».

Dans cet article Mintzberg critique donc l'idée selon laquelle le succès d'une entreprise s'apprécie en fonction de la valeur de ses actions (c'est-à-dire le principe du « S*hareholders Value* ») et conclut son analyse en expliquant que l'actuel système de rémunération des *managers* qui renforce une structure de classe à l'intérieur de l'entreprise est contraire à son bon fonctionnement. Il n'y a donc qu'une solution : éliminer les bonus !

Bien qu'intellectuellement attrayante l'idée d'éliminer les bonus est en pratique impossible à réaliser. Faut il donc rejeter *in toto* les propos de Mintzberg ? Sûrement pas ! Sa critique au « *Shareholders Value* »comme seul critère de succès d'une société est de plus en plus partagée par les économistes. La valorisation des « *Intangible Assets »* est donc la vraie mesure du succès d'une entreprise et constitue donc le défi que le *top management* doit relever.

Si cela est vrai, il parait évident que dans la conception d'une politique de rémunération des dirigeants, le choix des mesures de réalisation et donc de succès de l'entreprise, joue un rôle crucial. Comme on l'a remarqué : « *Les mesures donnent de l'importance aux rémunérations, les rémunérations donnent de la valeur aux mesures* ». En effet, « Q*uand les entreprises développent une série de mesures, elles ont tendance à privilégier les secteurs de la finance, du business international, de l'innovation, de la formation de son personnel et de la satisfaction des clients* »[43]. Plus précisément, sur la base du Model « *Balanced Scorecard* » de Kaplan et Norton, les mesures de réalisation pourraient être encadrées sur la base des critères suivants[44]:

1. *Les ressources*

   Ce sont des mesures qui impliquent l'utilisation des ressources ou des avantages créés par les ressources de l'entreprise ;

---

[43] Tomas F. Wilson, *Innovative Reward System for the Changing Workplace*, New York 2003, 2eme édition, page 75 et page 90.

[44] R. Kaplan et D. Norton, *The Balanced Scorecard – Translating Strategy into Action*, Boston 1996, cité par Tomas F. Wilson, *Innovative Reward System for the Changing Workplace*, pages 91 et 92.

2. *Les procès*

   Ce sont des mesures liées plus directement à la manière dans laquelle les choses sont faites dans l'entreprise.

3. L'extérieur

   Ce sont les mesures qui reflètent les secteurs/marchés où l'entreprise opère.

4. L'intérieur

   Ce sont les mesures plus directement contrôlées par l'entreprise.

Sur la base de ces critères, on a identifié 4 catégories de mesures de réalisation des objectifs de l'entreprise :

1. les Métriques Financières, subdivisées en Création de la Valeur et Rémunération des Actionnaires ;

2. les Métriques du Client, subdivisées en Délais de Mise sur le Marché et Satisfaction des Clients ;

3. les Métriques Opérationnelles, subdivisées en Efficience Opérationnelle et Utilisation des Ressources ;

4. les Métriques de Capacité, subdivisées en Capacités des Ressources Humaines et Efficacité Interne.

Malheureusement, dans beaucoup de sociétés, des nombreuses mesures inclues dans ces 4 catégories ont été complètement ignorées. Par ailleurs, le *top management* a traditionnellement été récompensé uniquement sur la base des Métriques Financières. Une enquête récente [45] montre que 90% des mesures de réalisation liées aux *stock options* et aux plans d'intéressement à moyen terme se base sur les Métriques Financières (surtout *Total Sareholder Return* et *Earnings per Share : voir tableau A*). Même dans les plans de bonus annuel, deux tiers des mesures de réalisation des objectifs assignés aux *top managers* se basent sur les Métriques Financières (surtout le Bénéfice Annuel : *voir tableau B*).

[45] *Report on Eurotop 100 Direct Remuneration*, Hewitt 2009, page 19 et page 24.

Pourquoi faut-il se focaliser seulement sur un des 4 quadrants du Model de Kaplan et Norton ? À notre avis, le fait de se concentrer uniquement sur les Métriques Financières est lié à l'écart progressif entre la croissance économique et la croissance du marché financier. Comme l'*Observatoir de la Finance* de Genève l'a montré, à partir de 1964 et jusqu'en 1984 le taux de croissance de la Bourse américaine a été fortement aligné avec sur le taux de croissance de l'économie américaine et sur celui des bénéfices des sociétés américaines. Par contre, à partir de 1984, la Bourse a commencé à croître plus rapidement par rapport à l'économie et les bénéfices des entreprises ont augmenté plus faiblement. L'écart entre la croissance de la Bourse et celle des bénéfices des entreprises est resté relativement limité pendant 10 ans environ, mais à partir de la moitié des années '90, il est devenu énorme (*voir tableau C*)[46]. Il est d'ailleurs intéressant d'observer le rapport tout à fait direct entre cet écart et l'évolution de l'*executive compensation* pendant les 50 dernières années (et surtout les dernières 20).

Aussi la crise de 2008/2009 a-t-elle eu un impact significatif sur les pratiques de l'*executive compensation* (et, dans le secteur financier, sur les pratiques de rémunération en général). Plus précisément :

- une partie significative du bonus annuel (de 40 à 60% dans le secteur financier) sera bloquée pendant une période de 3 à 5 ans ;

- dans le moyen terme, il y aura un échange entre argent liquide et actions (dans le secteur financier 50% au moins de la rémunération variable devrait être payé sous forme d'actions ou d'autres investissements, liés à la valeur des actions de l'entreprise) ;

- les indemnités de départ et/ou de rupture de contrat pourraient être réduites en cas de performances médiocres.

Tous ces changements auront pour conséquence de transférer une importante portion de la rémunération directe à court terme (1-3 ans) d'un dirigeant au moyen-long terme (3-10 ans). Ce changement pourrait avoir un impact important sur le choix des mesures de réalisation adoptées pour évaluer les prestations du *top management* et pour déterminer sa rémunération. En effet :

- les actionnaires ont souvent réalisé que, malgré des résultats financiers très favorables vérifiés par les pricipaux réviseurs internationaux, leur société a frôlé la catastrophe ;

---

[46] Pierre-Alexandre Sallier, *Chercheurs et banquiers dénoncent les dérives d'une finance toute-puissante,* Le Temps, 24 octobre 2009.

- les *top managers* ne peuvent plus profiter d'importantes primes liées aux résultats financiers à court terme, mais ils doivent miser sur le succès à long terme de l'entreprise et sur la viabilité de sa croissance.

Avec une telle situation, les mesures de réalisation liées aux Métriques Non-Financières deviennent toujours plus importantes[47]. Seulement le développement de nouveaux produits, la qualité du produit et du processus, la satisfaction des clients, le développement des connaissances des employés, leur satisfaction... seront en mesure d'assurer le développement à long terme et le succès de l'entreprise[48]. Tous ces facteurs se basent sur les *Intangible Assets* évoqués par Henry Mintzberg. Le concept de *Intangible Assets* n'est pas du tout nouveau. En effet, au cours des 15 dernières années, plusieurs entreprises ont adopté en plus du bilan traditionnel, un bilan du Capital Incorporel [49].

Néanmoins, jusqu'à présent, les actionnaires ont difficilement apprécié la véritable valeur des « *Intangible Assets »*: ils les considèrent comme quelque chose « *nice to have*», car ils répondent aux attentes des différents *stakeholders* (employés, clients, communautés locales…), sans toutefois créer de la valeur pour les actionnaires.

Il est néanmoins possible qu'ils aient changé d'avis après la dernière crise économique et financière (du moins pour ce qui concerne les actionnaires institutionnels), car il semble difficile qu'une valorisation à long terme de leurs investissements puisse se réaliser sans une gestion attentive des « *Intangible Assets »* des entreprises où ils investissent. Ils doivent donc réviser les mesures de réalisation choisies pour contrôler et rémunérer le *top management* de ces entreprises.

En effet, des grandes sociétés françaises ont déjà choisi pour leurs hauts dirigeants des objectifs liés au Capital Incorporel. C'est le cas de AXA, une des principales compagnies d'assurance (où l'innovation des produits et la diversification du marché font partie des objectifs de la rémunération variable et des actions de performance du CEO), ainsi que de PSA, un des principaux constructeurs d'automobiles (où la qualité du produit représente 55% du bonus annuel du CEO). De plus, une nouvelle loi française (Décret du 31 mars 2009) exclut tout paiement de bonus aux hauts dirigeants des entreprises qui ont donné lieu à des licenciements massifs et ce même s'ils ont obtenu de bonnes performances financières.

---

[47] Piero Marchettini, *Executive Compensation and Intangible Assets*, *Quaderno a.i.a.f. 145*, mars 2010.
[48] La relation entre les bonnes pratiques dans le secteur des ressources humaines et la prestation de l'entreprise a été analysé par Andrea Gasperini et Nadia Raso dans leur ouvrage *Capitale umano e performance di business*, Milan 2008, page 51.
[49] Franco D'Egidio, *Il Bilancio dell'Intangibile*, Milan 2001.

Récemment d'importantes entreprises hollandaises ont décidé de lier une part des bonus du *top management* à la viabilité de l'entreprise. C'est le cas de DSM (un groupe de *life science*) et de TNT (entreprise de services postaux). Une autre entreprise hollandaise (AKZO Nobel, du secteur chimique) a été très innovatrice, car son plan d'intéressement à long terme lie la moitié du bonus à sa position dans l'indice de viabilité Dow Jones pour les entreprises chimiques[50].

De plus, deux experts suisses (Anne Heritier Lachat, membre de la commission de Finma, l'autorité de surveillance du marché financier, et Rajna Gibson, Directrice de l'Institut de Recherche Financière de Genève) ont proposé que les politiques de rémunération aient comme priorité des valeurs éthiques, car il est fort improbable que des managers honnêtes manipulent les chiffres d'un bilan. Dans tous les cas, les dirigeants responsables du contrôle intérieur devraient être mieux rémunérés[51].

Le passage des Métriques Financières aux Métriques Non-Financières (surtout « *Intangible Assets »)* va de pair avec une croissante attention aux intérêts des *stakeholders.* Une entreprise qui poursuit une croissance soutenue à long terme sera en mesure de protéger les intérêts de ses *stakeholders* de façon plus efficace par rapport à une entreprise concentrée sur la valeur à court terme pour ses actionnaires. Néanmoins la protection des intérêts des *stakeholders* devrait aussi assurer une croissance à long terme de la valeur pour les actionnaires.

LA DETTE, LA RIGUEUR ET LA REMUNERATION DES DIRIGEANTS

Suite à la crise grecque, le niveau des déficits et le montant des dettes publiques vont de toute évidence avoir un impact durable sur la politique économique des pays de l'Euroland. Le blocage annoncé des dépenses publiques et la réforme des systèmes de retraites vont créer un cadre social difficile et probablement conflictuel. La rigueur risque de durer plusieurs années afin d'assainir la situation financière des États de l'Union Européenne. Cela ne manquera pas d'engendrer un niveau élevé de chômage et des sacrifices notamment pour les classes moyennes.

Dans ce contexte les grandes entreprises et les comités de rémunération ne pourront pas échapper à une réflexion approfondie portant sur leurs pratiques en termes de rémunération des hauts dirigeants. Il nous parait évident qu'il faudra bâtir des politiques adaptées notamment en terme de cohérence, modération et transparence pour éviter

[50] Richard Milne, *Drive to link pay to sustainability begins*, *Financial Times*, 24 février 2010.
[51] Yves Genier, *Tentative de réglementation des bonus: le risque d'une impasse*, *Le Temps Lundi Finance*, 22 mars 2010.

des réactions émotionnelles politico-médiatiques avec une forte influence sur les actionnaires, sur l'opinion publique et sur les milieux politiques.

Une brève analyse des pratiques actuelles des grandes entreprises européennes vues dans le nouveau contexte nous amène à un certain nombre de commentaires et suggestions :

Benchmarking

Les entreprises ne pourront plus se satisfaire d'une vague mention telle que : « *nous avons effectué une analyse comparative des pratiques de sociétés de taille et activité comparable* », car il sera nécessaire de décrire beaucoup plus précisément le processus et le périmètre du *benchmarking* pour justifier objectivement les décisions prises par le conseil d'administration sur les niveaux et l'évolution des rémunérations des hauts dirigeants.

Rémunération fixe

Si les augmentations des salaires des employés du secteur public ou du secteur privé sont limitées où fortement encadrées, il conviendrait d'envisager aussi une pause de 2 ou 3 ans pour les augmentations des *top managers*.

Rémunération variable annuelle

Il faudra que les comités recommandent des formules composées presque exclusivement d'objectifs quantitatifs pour assurer une corrélation étroite et visible entre les montants du variable des hauts dirigeants et les résultats de l'entreprise. A bannir donc les formules prévoyant un poids de 40 ou même 50% lié à des critères ou objectifs qualitatifs.

Les dépassements du montant cible de la rémunération variable doivent être tout à fait exceptionnels et non répétitifs comme cela a été le cas dans plusieurs sociétés. En plus, le montant cible devrait être relativement limité et des bonus importants devraient être payés seulement conséquence d'un dépassement significatif des objectifs assignés[52].

[52] Par exemple, en 2000 chez Marks and Spencer le *top management* recevait un bonus maximum correspondant à 30% du salaire en cas de dépassement des objectifs assignés, tandis qu'en 2005 cette limite avait monté à 150% et aujourd'hui elle a touché 250% du salaire. En plus, le *top management* reçoit aujourd'hui un bonus égal à 60% du salaire simplement pour avoir rejoint les objectifs assignés sans toutefois les dépasser. Tony Jackson, *Bonuses may be the back door to a widening pay gap*, *Financial Times*, 24 mai 2010.

Actions de performance

A différence des *stock options*, les actions de performance livrent un gain certain quelle que soit la performance de la Bourse. Il convient donc de lier la disponibilité de ces actions à des conditions à la fois ambitieuses (ce qui n'a pas toujours été le cas dans le passé) et liées étroitement et visiblement aux intérêts des actionnaires. Un objectif tel que le TSR (*total shareholder return*) peut être encore le plus indiqué à condition qu'il soit basé sur une comparaison avec la performance des concurrents. De plus, il serait également souhaitable d'introduire des objectifs liés à l'évolution des « *Intangible Assets* » (y compris ceux concernant les « *ESG factors* », c'est-à-dire ceux liés a l'environnement, au contexte social de l'entreprise et à sa *governance)*.

Retraite sur-complémentaire

Dans un contexte où pratiquement tous les États Européens sont en train de considérer une reforme de leur systèmes de prévoyance, surtout en augmentant l'âge de la retraite, il est souhaitable que les entreprises ne se fassent pas automatiquement charge des couts liés aux retraites anticipées de leur *top managers*. Par contre, il faut aussi éviter qu'un CEO qui cesse ses fonctions entre 50 et 60 ans, ne soit automatiquement nommé Président Non Exécutif (*Chairman*) uniquement dans le but d'obtenir une rémunération fixe comparable à celle qu'il recevait en tant que CEO.

Indemnité de rupture

Cet élément du système de rémunération a été particulièrement visé par la réaction politico-médiatique. Dans le nouveau contexte, notamment avec la permanence d'un chômage élevé, un resserrement des conditions d'attribution de l'indemnité est inévitable (à différence de ce qui se passe actuellement dans nombreuses grandes sociétés). Il faut aussi que le montant versé n'apparaisse pas comme excessif. Un montant égal à deux fois la rémunération fixe (recommandation de la Commission Européenne) représente un niveau maximum qu'il faudra coordonner avec l'acquisition réelle ou virtuelle du droit à la retraite sur-complémentaire.

Rémunération variable pluriannuelle

La mise en place de rémunérations variables pluriannuelles n'est pas encore très répandue en Europe (sauf qu'au Royaume Uni). Par contre, tant les Recommandations de l'Union Européenne que les Principes du Financial Stability Board préconisent l'introduction de tels systèmes de rémunération. Voici une piste pour différencier les rémunérations des hauts dirigeants et compléter le « *reward system* ». On peut aussi envisager une combinaison avec l'attribution d'actions de performance.

Conclusion

C'est pour pouvoir gérer l'ensemble des composantes de la rémunération des hauts dirigeants dans la cohérence et dans la continuité que nous préconisons dans toute société importante et/ou cotée en Bourse le développement et la mise en œuvre d'une politique de rémunération complète, compétitive et transparente (*disclosure*) en commençant, entre autre, par définir :

- le périmètre, l'objet et la périodicité du *benchmarking* ;

- les règles à suivre dans l'interprétation des résultats de l'analyse compétitive ;

- les principes à suivre dans la gestion de la rémunération fixe et variable ;

- le rôle, la conception et la portée de la rémunération pluriannuelle ;

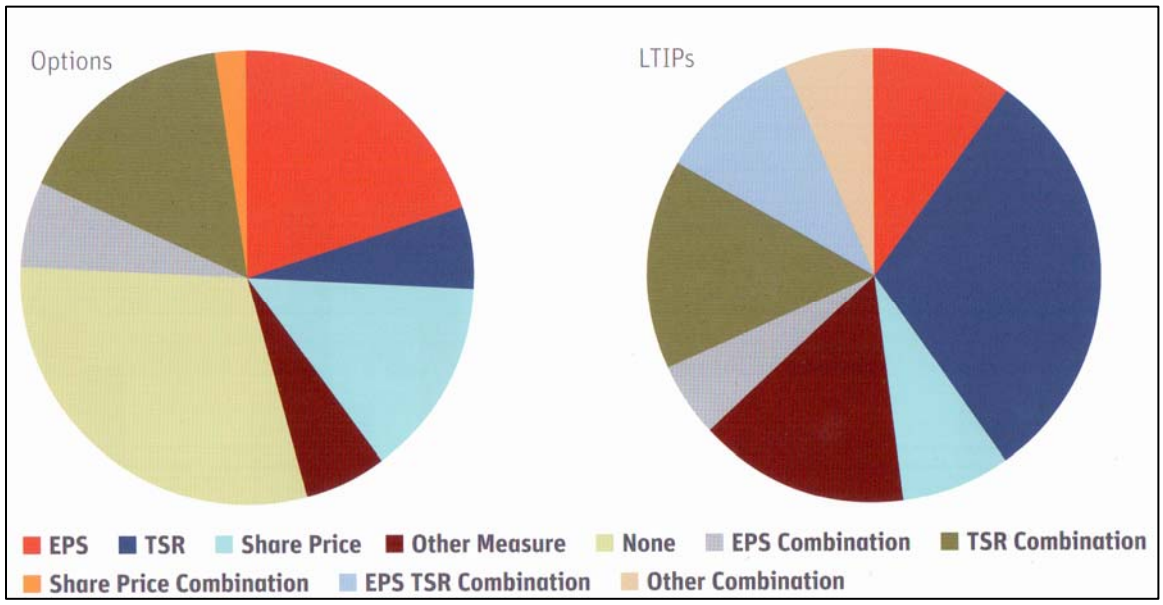
- le rôle de l'actionnariat, les principes permettant de définir les critères d'attribution et de performance ;

- la portée et les limites de la retraite sur-complémentaire ;

- la portée et l'évolution des indemnités de départ, leur interaction avec le régime de retraite et les caractéristiques des critères de *performance* qui doivent être tenus en considération pour éviter les « *reward for failure* » ;

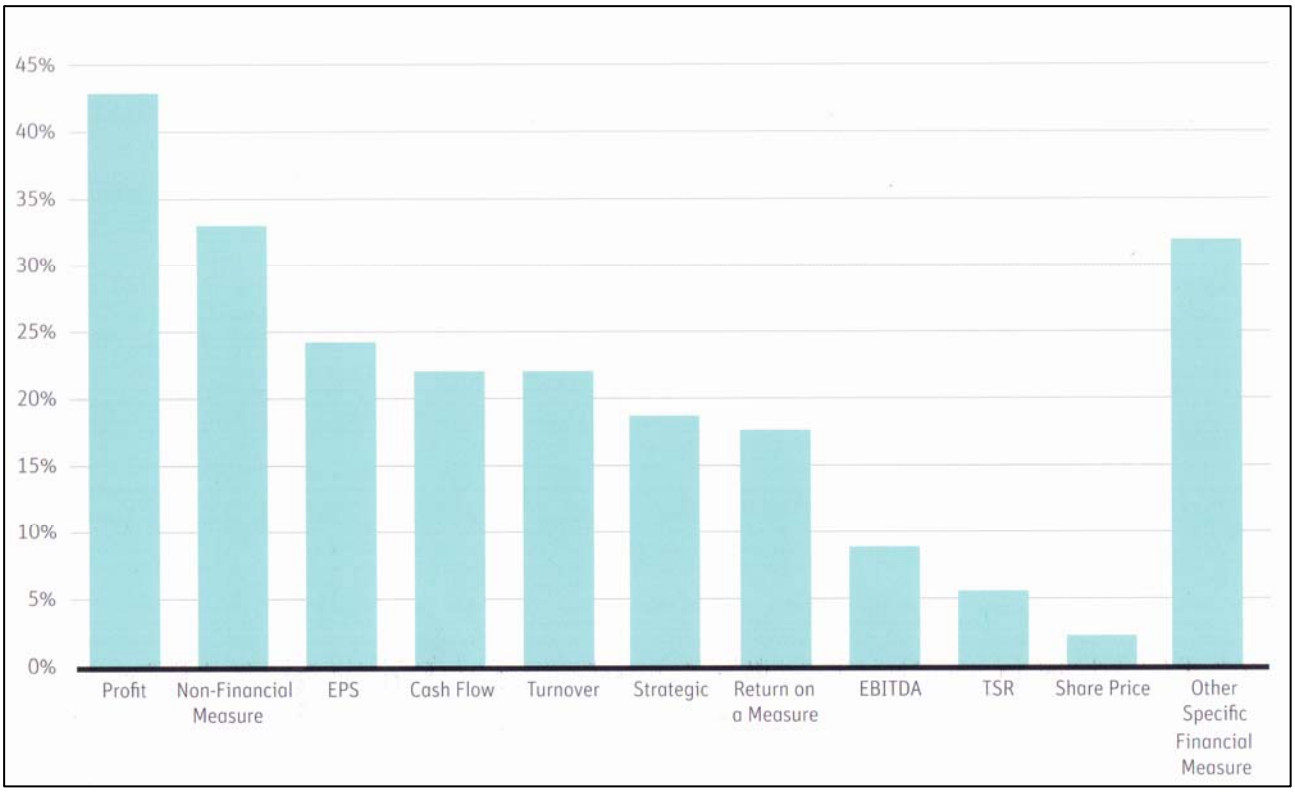
- le rôle, les responsabilités et les ressources du Comité de Rémunération, ainsi que son droit/devoir d'utiliser des consultants qui n'aient pas de conflit d'intérêt.

TABLEAU A : PERFORMANCE MEASURES IN OPTION PLANS AND LTIPS



Source: Hewitt (*Report on Eurotop 100 Directors' Remuneration*, 2009)

TABLEAU B : PERFORMANCE MEASURES IN ANNUAL BONUS PLANS



Source: Hewitt (*Report on Eurotop 100 Directors' Remuneration*, 2009)

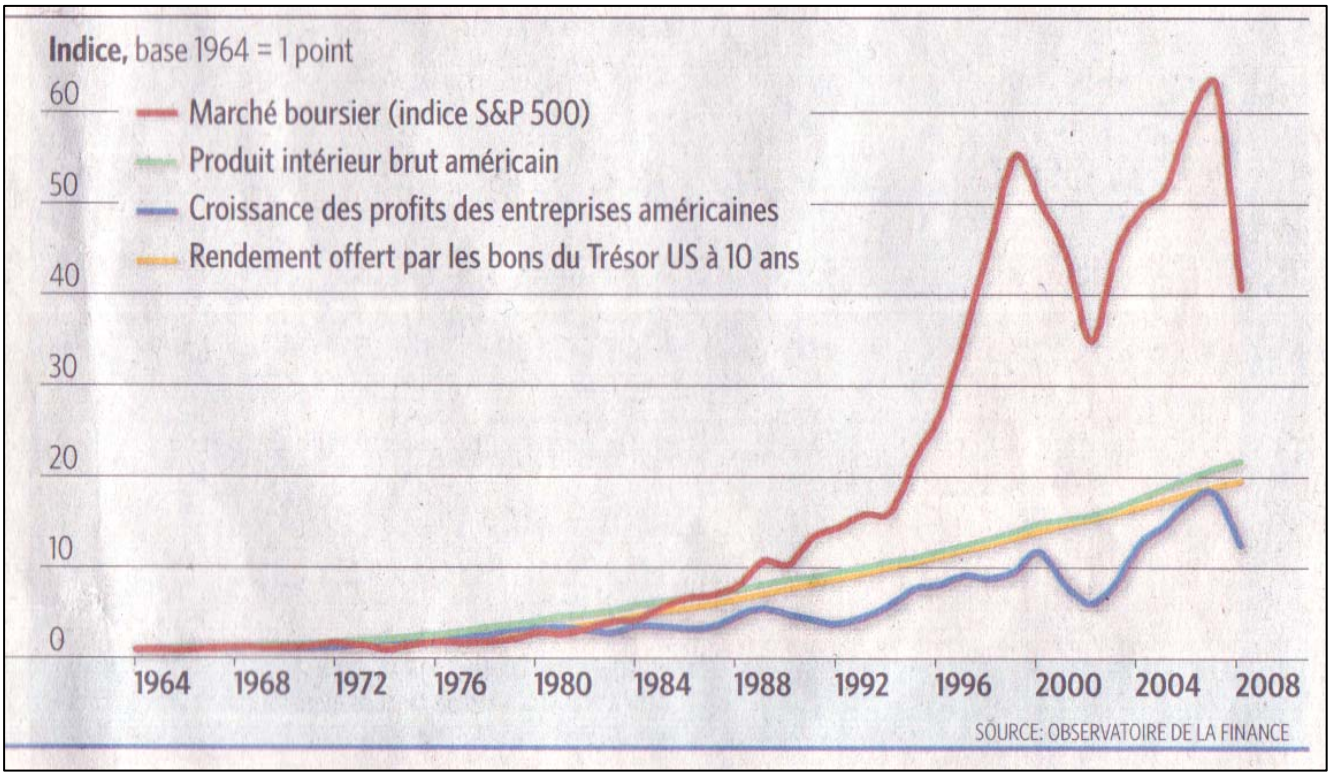



TABLEAU C : CROISSANCE DE L'ÉCONOMIE, DE LA BOURSE ET DES PROFITS DES ENTREPRISES AUX ÉTATS-UNIS DE 1964 À 2008