

COMMENT FAUT-IL PAYER LES PATRONS ?

DANS LA MÊME COLLECTION

La Lancinante Réforme de l'assurance maladie, par Pierre-Yves Geoffard, 2006, 48 pages.

La Flexicurité danoise. Quels enseignements pour la France ?,
par Robert Boyer, 2007, 3^e tirage, 54 pages.

La Mondialisation est-elle un facteur de paix ?,
par Philippe Martin, Thierry Mayer et Mathias Thoenig, 2006, 56 pages.

L'Afrique des inégalités : où conduit l'histoire, par Denis Cogneau, 2007, 64 pages.

Électricité : faut-il désespérer du marché ?, par David Spector, 2007, 2^e tirage, 56 pages.

Une jeunesse difficile. Portrait économique et social de la jeunesse française,
par Daniel Cohen (éd.), 2007, 238 pages.

Les Soldes de la loi Raffarin. Le contrôle du grand commerce alimentaire,
par Philippe Askenazy et Katia Weidenfeld, 2007, 60 pages.

La Réforme du système des retraites : à qui les sacrifices ?,
par Jean-Pierre Laffargue, 2007, 52 pages.

La Société de défiance. Comment le modèle social français s'autodétruit,
par Yann Algan et Pierre Cahuc, 2008, 5^e tirage, 102 pages.

Les Pôles de compétitivité. Que peut-on en attendre ?,
par Gilles Duranton, Philippe Martin, Thierry Mayer et Florian Mayneris,
2008, 2^e tirage, 84 pages.

Le Travail des enfants. Quelles politiques pour quels résultats ?,
par Christelle Dumas et Sylvie Lambert, 2008, 82 pages.

Pour une retraite choisie. L'emploi des seniors,
par Jean-Olivier Hairault, François Langot et Theptida Sopraseuth, 2008, 72 pages.

La Loi Galland sur les relations commerciales. Jusqu'où la réformer ?,
par Marie-Laure Allain, Claire Chambolle et Thibaud Vergé, 2008, 74 pages.

Pour un nouveau système de retraite.

Des comptes individuels de cotisations financés par répartition,
par Antoine Bozio et Thomas Piketty, 2008, 2^e tirage, 100 pages.

Les Dépenses de santé. Une augmentation salubre ?,
par Brigitte Dormont, 2009, 80 pages.

De l'euphorie à la panique. Penser la crise financière,
par André Orléan, 2009, 2^e tirage, 112 pages.

Bas salaires et qualité de l'emploi : l'exception française ?
par Ève Caroli et Jérôme Gautié (éd.), 2009, 510 pages.

Pour la taxe carbone. La politique économique face à la menace climatique,
par Katheline Schubert, 2009, 92 pages.

Le Prix unique du livre à l'heure du numérique,
par Mathieu Perona et Jérôme Pouyet, 2010, 92 pages.

Pour une politique climatique globale. Blocages et ouvertures,
par Roger Guesnerie, 2010, 96 pages.

collection du

C E P R E M A P

CENTRE POUR LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET SES APPLICATIONS

COMMENT FAUT-IL PAYER LES PATRONS ?

FRÉDÉRIC PALOMINO

ÉDITIONS **NSRU** ED' **ULM**

© Éditions Rue d'Ulm/Presses de l'École normale supérieure, 2011

45, rue d'Ulm – 75230 Paris cedex 05

www.pressens.fr

ISBN 978-2-7288-0453-5

ISSN 1951-7637

Le CEPREMAP est, depuis le 1^{er} janvier 2005, le Centre Pour la Recherche EconoMique et ses APplications. Il est placé sous la tutelle du ministère de la Recherche. La mission prévue dans ses statuts est d'assurer *une interface entre le monde académique et les décideurs publics et privés.*

Ses priorités sont définies en collaboration avec ses partenaires institutionnels : la Banque de France, le CNRS, le Centre d'analyse stratégique, la direction générale du Trésor et de la Politique économique, l'École normale supérieure, l'INSEE, l'Agence française du développement, le Conseil d'analyse économique, le ministère chargé du Travail (DARES), le ministère chargé de l'Équipement (DRAST), le ministère chargé de la Santé (DREES) et la direction de la recherche du ministère de la Recherche.

Les activités du CEPREMAP sont réparties en *cinq programmes scientifiques* coordonnés par sa direction : Politique macroéconomique en économie ouverte ; Travail et emploi ; Économie publique et redistribution ; Marchés, firmes et politique de la concurrence ; Commerce international et développement.

Chaque programme est animé par un comité de pilotage constitué de trois chercheurs reconnus. Participent à ces programmes une centaine de chercheurs, cooptés par les animateurs des programmes de recherche, notamment au sein de l'École d'économie de Paris.

La coordination de l'ensemble des programmes est assurée par *Philippe Askenazy*. Les priorités des programmes sont définies pour deux ans.

L'affichage sur Internet des documents de travail réalisés par les chercheurs dans le cadre de leur collaboration au sein du CEPREMAP tout comme cette série d'opuscules visent à rendre accessible à tous une question de politique économique.

Daniel COHEN
Directeur du CEPREMAP

Sommaire

1. Les objectifs des entreprises	15
2. Niveau et structure de la rémunération des dirigeants .	21
<i>Considérations théoriques</i>	21
<i>Les différentes composantes de la rémunération</i>	26
<i>Instruments de fonds propres</i>	30
<i>Actions ou options ?</i>	39
<i>Niveaux de rémunération</i>	48
3. Rémunération des dirigeants et gouvernement d'entreprise	51
<i>Rôle du conseil d'administration</i>	51
<i>Administrateurs indépendants</i>	54
<i>Fonctionnement du conseil d'administration</i>	62
<i>Rémunération des administrateurs</i>	63
<i>La transparence des rémunérations et le pouvoir d'intervention des actionnaires</i>	65
Conclusion	68

EN BREF

Depuis quelques années, les révélations qui ont été faites sur la rémunération des dirigeants de grandes entreprises suscitent un certain émoi dans l'opinion publique, qu'il s'agisse des indemnités de départ attribuées à Daniel Bernard (ancien PDG de Carrefour – 9,8 millions d'euros) et à Antoine Zacharias (ancien PDG de Vinci – 13 millions d'euros), ou des primes (en numéraire ou en titres) octroyées par des conseils d'administration à des patrons de banques privées ayant par ailleurs demandé le soutien de l'État¹. De tels niveaux de primes, tout comme leurs conditions d'attribution, conduisent naturellement à s'interroger sur les pratiques en cours dans ce domaine.

Cet opuscule a un double objectif. Il analyse tout d'abord les contrats de rémunération dont bénéficient les dirigeants d'entreprise ainsi que le fonctionnement des organes de décision qui attribuent ces contrats – les conseils d'administration (CA). Il propose ensuite des modifications, dans les contrats comme dans le fonctionnement des CA, pour améliorer les pratiques en matière de rémunération.

Deux caractéristiques des contrats sont prises en compte : le niveau et la structure de la rémunération (c'est-à-dire ses différentes composantes et leur lien avec les performances de l'entreprise). En ce qui concerne les niveaux de rémunération, la question n'est pas de savoir s'ils sont trop élevés ou trop bas. Que le PDG d'une entreprise bien gérée et qui obtient de meilleures performances que ses concurrents soit bien payé n'est pas choquant. Nous ne souhaitons pas non plus participer au débat sur le nombre d'années de SMIC au-delà duquel la rémunération d'un patron ne serait plus moralement acceptable. La théorie économique n'a pas grand-chose à dire à ce sujet.

En revanche, les économistes se sont depuis longtemps penchés sur la relation existant entre la dispersion des revenus dans une entreprise et la productivité du travail. Si les salariés ont le sentiment d'être moins bien traités que leurs dirigeants, cela aura une influence sur leur motivation et pourra les inciter à changer d'entreprise. Au bout du compte, l'impact sera négatif sur la productivité du travail et donc sur les performances de l'entreprise². Si une partie de la rémunération du PDG est liée à ces performances, une augmentation de son salaire sans augmentation des salaires du personnel n'est une décision rationnelle ni du point de vue de l'entreprise ni du point de vue du dirigeant.

Les niveaux de rémunération des patrons que l'on a pu observer et leur augmentation au cours des trois dernières décennies s'expliquent, dans un système d'allocation efficient entre compétence et taille des entreprises, par l'augmentation de la valeur de celles-ci. Ces niveaux sont le résultat d'un processus concurrentiel dans lequel les plus grandes entreprises cherchent à obtenir les meilleures compétences, ce qui entraîne à la marge une création de valeur plus importante.

Il ne va cependant pas de soi qu'un dirigeant utilise ses compétences dans l'intérêt de l'entreprise. Il faut lui donner les incitations adéquates, et la structure de la rémunération doit les fournir. Nous analyserons ici les systèmes de rémunération dont bénéficient les PDG d'entreprise afin de voir s'ils sont effectivement incitatifs – et s'ils sont suffisamment pénalisants en cas de mauvaises performances.

En ce qui concerne le fonctionnement des conseils d'administration, il faut s'assurer qu'ils surveillent correctement les dirigeants et qu'ils fixent bien leur rémunération. Deux conditions semblent nécessaires pour parvenir à ce résultat. Tout d'abord, les CA doivent prendre leurs décisions en toute

indépendance vis-à-vis des dirigeants. On se penchera donc sur la notion d'indépendance et sur le mode de nomination des administrateurs. Ensuite, même dans le cas d'un conseil d'administration indépendant, ses membres doivent avoir eux aussi les bonnes incitations. Nous nous intéresserons donc également à la rémunération des administrateurs.

La notion de rémunération doit être définie au préalable. Nous considérerons ici comme rémunération l'ensemble des flux perçus par un dirigeant en lien avec l'exercice de son mandat. Cela implique que la rémunération soit séparée en deux parties : une composante contractuelle qui prévoit (ou devrait prévoir) pour chaque performance réalisée un niveau de rémunération durant un certain nombre d'années ; une composante non contractuelle qui concerne la fin effective du mandat – laquelle peut intervenir au terme contractuel du mandat ou avant la fin de celui-ci.

De fait, les conditions auxquelles un conseil d'administration décide du remplacement d'un dirigeant doivent être perçues comme une composante de sa rémunération. De même qu'un patron souhaitera connaître les conditions de versement d'une prime (quelle que soit la forme qu'elle peut prendre), il s'intéressera aussi aux conditions qui pourraient mettre fin à la perception de son salaire fixe et aboutir au versement d'une indemnité de fin de contrat car le remplacement d'un PDG peut avoir des conséquences à long terme pour lui. Sa réputation peut être atteinte et entraîner ainsi une baisse de ses revenus futurs. Les contrats de rémunération devraient donc à ce titre prendre également en compte la gestion de carrière des dirigeants. Plus un dirigeant vieillit et se rapproche de l'âge de la retraite, moins les conséquences futures de ses performances actuelles seront importantes (au regard de la position qu'il peut espérer occuper à l'avenir).

Par conséquent, plus un patron est âgé, plus sa rémunération devrait être sensible à la performance présente. En revanche, un jeune dirigeant d'entreprise peut être récompensé pour sa bonne gestion en étant nommé à la direction d'une entreprise de plus grande taille lui assurant des revenus plus importants.

À ce stade, nous ferons plusieurs remarques. Premièrement, comme nous le verrons, si le législateur le souhaitait, un certain nombre de mesures visant à améliorer le fonctionnement des conseils d'administration, afin d'aboutir à une meilleure surveillance de l'action du PDG et à l'attribution de « meilleurs » contrats de rémunération, seraient très facile à imposer aux entreprises. Il semble cependant qu'en matière de gouvernance d'entreprise, on accorde une grande confiance aux dirigeants pour s'auto-réguler. Or, comme le montrera l'exemple anglais, que nous examinerons plus loin, et la situation française, que nous étudierons plus en détail, la gouvernance d'entreprise est un domaine dans lequel l'autorégulation ne fonctionne pas. Deuxièmement, l'intervention des pouvoirs publics pour limiter le niveau des rémunérations ou les instruments qui peuvent être utilisés dans les contrats de rémunération n'est certainement pas une bonne solution pour aboutir à de meilleures pratiques et éviter que ne se répètent les récents dérapages observés. En effet, une réglementation one-size-fits-all très générale et s'appliquant à toutes les entreprises est susceptible d'engendrer plus de problèmes qu'elle n'en résout. Dans ce domaine, il semblerait donc plus approprié de laisser une grande liberté contractuelle aux entreprises. Si le législateur considère que les niveaux de rémunération observés sont trop élevés, et qu'ils créent de trop grandes inégalités sociales, pouvant aller jusqu'à menacer la cohésion sociale du pays, il lui est alors possible d'utiliser la politique fiscale afin de corriger ces

inégalités. En France, cela pourrait se traduire par la suppression du bouclier fiscal et l'augmentation du taux marginal d'imposition maximum.

Frédéric Palomino, spécialiste de finance, est professeur affilié à l'EDHEC et consultant en économie chez LECG. Il a été rapporteur au Conseil de la concurrence, professeur associé à HEC Paris et à l'université de Tilburg (Pays-Bas) et professeur affilié à l'ENSAE³.

1. C'est notamment le cas de la Société générale dont le conseil d'administration avait voté l'attribution de 70 000 stock-options à son président Daniel Bouton et de 150 000 à son directeur général, Frédéric Oudéa. Ceux-ci ont, par la suite, renoncé à percevoir ce bonus.
2. Pour une étude empirique et une revue de la littérature académique sur ce sujet, voir, par exemple, J. Wade et C. O'Reilly, « Overpaid CEOs and underpaid managers : equity and executive compensation », *Organization Science*, 17, 2006, p. 527-544.
3. Je remercie Daniel Cohen et Philippe Askenazy de leurs commentaires sur les versions antérieures de cet opuscule et Jean Lambrechts qui m'a permis d'accéder aux rapports publiés par Hewitt Associates sur la rémunération des dirigeants d'entreprise.

La première partie de cet opusculé aborde la question des objectifs que doit poursuivre une entreprise. Dans la deuxième partie seront étudiés les contrats de rémunération et les problèmes qu'ils peuvent poser du point de vue incitatif. Seront aussi proposées des mesures correctrices permettant de mieux aligner les incitations des dirigeants avec celles de l'entreprise. Enfin, la troisième partie étudie le fonctionnement des conseils d'administration et propose des recommandations afin que ceux-ci remplissent plus efficacement leur mission, notamment en ce qui concerne la surveillance et la détermination de la rémunération des dirigeants.

1. Les objectifs des entreprises

Deux conceptions s'affrontent à propos des objectifs que doit se fixer une entreprise. La première, que nous qualifierons d'anglo-saxonne, dans laquelle l'entreprise – propriété des actionnaires – doit agir dans l'intérêt de ceux-ci. Le CalPERS (Régime de retraite des employés de la fonction publique de Californie), l'un des principaux et des plus anciens investisseurs institutionnels s'impliquant dans le mode de gouvernement des entreprises, a publié en 2008 des *Principes globaux pour un gouvernement d'entreprise responsable* qui illustrent ce point de vue. Selon cet organisme, l'attention du conseil d'administration, agissant dans l'intérêt des actionnaires, doit se concentrer sur « l'optimisation des performances d'exploitation des sociétés, la rentabilité et les retours sur investissement pour les actionnaires ».

La seconde conception, partagée par des pays comme la France, l'Allemagne ou le Japon, soutient que les objectifs d'une entreprise doivent se situer bien au-delà de la maximisation de retour sur investissement des actionnaires. Ainsi le rapport Viénot I de 1995 indique que l'accent doit être mis sur l'intérêt social de l'entreprise et que celui-ci peut se définir comme « l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire de l'entreprise considérée comme un agent économique autonome, poursuivant des fins propres, distinctes notamment de celles de ses actionnaires,

de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt général commun, qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise ».

L'intérêt social comme objectif de l'entreprise est d'ailleurs repris dans le code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP de décembre 2008¹ qui réunit les recommandations de plusieurs rapports sur la gouvernance d'entreprise, notamment les rapports Viénot 1 et 2, dans lequel il est indiqué que « quelles que soient la composition ou les modalités d'organisation du conseil d'administration, ce dernier est et doit demeurer une instance collégiale qui représente collectivement l'ensemble des actionnaires et à qui s'impose l'obligation d'agir en toutes circonstances dans l'intérêt social de l'entreprise ».

Dans ce contexte, les missions assignées au conseil d'administration doivent prendre en compte les objectifs parfois contradictoires de plusieurs parties prenantes. Ainsi, les salariés d'une entreprise sont certainement désireux de conserver leur emploi et/ou de percevoir des salaires élevés, ce qui n'est pas forcément dans l'intérêt des actionnaires. De même, une entreprise en situation de monopole sur un marché, si elle agit dans l'intérêt de ses actionnaires, exercera son pouvoir de marché afin de s'approprier la rente de monopole. Et l'exercice de ce pouvoir de monopole n'est certainement pas dans l'intérêt des clients de l'entreprise.

Comme l'a expliqué J. Tirole², si les objectifs assignés à une entreprise doivent prendre en compte les intérêts de toutes les parties prenantes, alors le contrat de rémunération d'un PDG devrait comporter une composante incitative liée au niveau d'intérêt général, agrégeant la satisfaction de ces différentes parties prenantes, atteint par l'entreprise. Le problème est qu'une telle mesure n'existe pas alors que des mesures de profitabilité sont, elles, disponibles. De plus, lorsque l'intérêt général doit être satisfait, il

1. AFEP, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », 2008.

2. J. Tirole, « Corporate governance », *Econometrica*, 69, 2001, p. 1-35.

est toujours possible de trouver une partie qui aura un avis favorable sur une décision et dont on pourra se servir pour la justifier.

Même lorsque l'objectif à atteindre est assez bien circonscrit – à savoir la rentabilité pour les actionnaires –, il peut exister une tension entre rentabilité à court terme et rentabilité à long terme. En effet, l'un des reproches fait aux dirigeants, mais aussi à certains actionnaires, est de privilégier une rentabilité à court terme au détriment d'une rentabilité à long terme. En l'absence d'asymétrie d'information, une telle tension entre objectifs à court terme et objectifs à long terme ne devrait pas exister. La valeur d'une entreprise, comme celle de n'importe quel actif, est égale à la valeur actuelle des flux futurs générés par cet actif. Si un projet assure une rentabilité élevée à court terme, par exemple dans les deux années à venir, mais néglige les flux générés dans les périodes suivantes, ce projet ne devrait pas être choisi par rapport à un autre projet qui engendrerait des flux plus faibles à court terme mais assurerait une somme de tous les flux futurs actualisés supérieure à celle du premier projet.

En présence d'asymétrie d'information, la situation est cependant différente. Dans un tel cas, ainsi que cela a été montré par J. Stein¹, les croyances des actionnaires peuvent les amener à considérer une période avec des résultats modestes comme une mauvaise nouvelle, les incitant à vendre leurs actions et entraînant ainsi la chute du cours. Dans une telle situation, il peut être rationnel pour les dirigeants de privilégier des projets favorisant des bons résultats financiers à court terme, par rapport à d'autres projets donnant de moins bons résultats à court terme mais maximisant la valeur de l'entreprise.

Cependant, il peut aussi se produire que certains actionnaires aient tout simplement pour objectif de réaliser des plus-values à court terme.

1. J. Stein, « Takeover threats and managerial myopia », *Journal of Political Economy*, 96, 1988, p. 61-80.

Cela n'implique pas automatiquement une modification du comportement des dirigeants les amenant à privilégier une rentabilité à court terme. Si le « court-termisme » des actionnaires entraîne un court-termisme de la part des dirigeants, il convient alors d'identifier les mécanismes par lesquels ces objectifs se transmettent.

Le point de départ de ces mécanismes pourrait être la structure de l'actionnariat des entreprises : une grande partie des actions est détenue par des investisseurs institutionnels. Comme cela a été démontré par J. Lewellen en ce qui concerne les États-Unis¹, les investisseurs institutionnels détenaient 68 % des actions des entreprises à la fin de l'année 2007. Les incitations de ces investisseurs pourraient donc expliquer, à tout le moins partiellement, l'influence d'objectifs court-termistes sur le comportement des dirigeants. Ces investisseurs institutionnels sont la plupart du temps des gérants de fonds prenant des décisions de choix de portefeuilles à la place d'agents (entreprises ou particuliers) ayant des fonds à placer. De plus, la rémunération de ces gérants comporte pratiquement toujours une composante liée au montant des actifs gérés², ce qui est une incitation à attirer davantage de fonds et à conserver ceux actuellement gérés. Si les investisseurs ont des incertitudes sur les compétences des gérants, les évaluent les uns par rapport aux autres et choisissent à quel gérant déléguer la gestion de leur fonds sur la base de ces performances relatives, ce qui est le cas (voir J. Chevallier et G. Ellison³), alors un gérant a intérêt à investir dans des sociétés dont il anticipe une hausse du cours de l'action à court terme,

1. J. Lewellen, « Institutional investors and the limits of arbitrage », mimeo, Dartmouth College, 2008.

2. Pour une étude sur les frais facturés par les *mutual funds*, voir par exemple E. Elton, M. Gruber et C. Blake, « Mutual funds and incentive fees », *Journal of Finance*, 58, 2003, p. 779-804.

3. J. Chevallier et G. Ellison, « Risk taking by mutual funds as a response to incentives », *Journal of Political Economy*, 105, 1997, p. 1167-1200.

et à vendre des actions détenues en portefeuilles dont il anticipe une baisse à court terme. De tels comportements auront un impact sur le degré de court-termisme des dirigeants agissant dans l'intérêt des actionnaires, si les performances opérationnelles présentes ont une influence importante sur les décisions d'achat et de vente des gérants et donc sur le cours des actions. Comme indiqué ci-dessus, cela peut être dû à une asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants. Une seconde explication est cependant possible. Celle-ci provient des méthodes de valorisation utilisées par les analystes pour effectuer leurs recommandations d'achat et de vente d'actions. De plus en plus, du fait de la nécessité de réagir rapidement à l'arrivée d'informations, des modèles de valorisation simples sont utilisés, accordant une grande importance à la performance de court terme. C'est le cas de la méthode dite des multiples ou des comparables, laquelle part du principe que des entreprises similaires (en termes de taille et/ou de secteur d'activité) ont des performances financières similaires, par exemple en termes de ratio prix sur bénéfice par action (*price-earning ratio*).

La valorisation d'une entreprise selon cette méthode se fait alors en deux temps. Dans un premier temps, un groupe d'entreprises comparables est identifié. Dans un second temps, des ratios moyens de performance sont calculés pour le groupe des comparables, puis sont utilisés pour valoriser l'entreprise étudiée. Avec de tels modèles de valorisation et leur utilisation pour des décisions d'achat et de vente d'actions, l'information comptable la plus récente a un impact disproportionné sur la valeur des entreprises. Dans cette situation, un PDG soucieux du cours de l'action de son entreprise pourra avoir intérêt à prendre des décisions qui assurent un niveau élevé de profit à court terme.

Cela montre que la recherche d'une rentabilité à court terme de la part des entreprises peut avoir en partie pour origine le comportement des particuliers effectuant leur allocation d'épargne et évaluant les gérants de fonds avec une fréquence relativement élevée.

Cependant, tous les investisseurs institutionnels ne fondent pas leurs décisions sur des anticipations de plus values à court terme. Certains clament aussi que les performances à long terme doivent être privilégiées. Ainsi le CalPERS précise que « [...] les directeurs et les gestions de sociétés doivent avoir une vision stratégique à long terme dont le principe de base met l'accent sur un rendement prolongé pour les actionnaires. À leur tour, malgré les différences de stratégies et de tactiques, les actionnaires doivent encourager la direction des entreprises à résister aux comportements favorisant les avantages à court terme en soutenant et en récompensant les retours sur investissement supérieurs à long terme. »

Dans la suite de cet opuscule, nous supposerons donc que l'objectif d'une entreprise est de maximiser la rentabilité pour les actionnaires, cette rentabilité étant calculée à partir de l'ensemble des flux futurs revenant aux actionnaires (que ces flux soient perçus à court terme ou à long terme)¹. Les contrats de rémunération des dirigeants d'entreprise devraient donc avoir pour objectif d'aligner les incitations des dirigeants avec les objectifs de l'entreprise tels qu'ils viennent d'être définis.

1. Il n'est pas affirmé ici que cette forme d'organisation soit toujours la plus efficace. Selon la théorie des droits de propriété (voir, par exemple, S. Grossman et O. Hart, « The costs and benefits of ownership : a theory of vertical and lateral integration », *Journal of Political Economy*, 94, 1986, p. 691-719), donner le pouvoir de décision aux actionnaires est efficace dans une entreprise où l'investissement en capital physique est la source d'investissement la plus importante pour la production. Dans une activité où les principaux investissements sont le capital humain (avocats, conseil), une organisation dans laquelle les employés sont les décideurs (sous forme de partenariat) peut être optimale du point de vue de l'investissement en capital humain. Voir, par exemple, M. Becht, P. Bolton et A. Roell, « Corporate governance and control », EGCI Finance working paper, 2, 2002, pour une revue de la littérature sur les conséquences du pouvoir de décision donné à une partie prenante (crédeurs, État, employés) plutôt qu'aux actionnaires.

2. Niveau et structure de la rémunération des dirigeants

Avant de proposer les changements à apporter à leurs contrats, nous présenterons certains résultats établis par la littérature économique sur la rémunération des dirigeants – résultats qui mettent en évidence quelques propriétés souhaitables pour ces contrats.

CONSIDÉRATIONS THÉORIQUES

Deux environnements théoriques ont été considérés pour essayer d'expliquer le niveau et la structure de la rémunération des dirigeants d'entreprise. Tout d'abord un modèle développé à partir de la théorie des incitations, le modèle « principal-agent », puis un modèle fondé sur une allocation optimale des ressources (les compétences managériales) entre des demandeurs et des offreurs hétérogènes de compétence.

Le modèle principal-agent

Le modèle principal-agent considère une situation dans laquelle des actionnaires (le principal) délèguent la gestion d'une entreprise dont ils sont propriétaires à un PDG (l'agent). Ni les informations dont dispose l'agent ni ses décisions ne sont disponibles (ou seulement imparfaitement) au principal. Celui-ci n'observe que les conséquences, en termes de performances, des décisions prises par l'agent.

Le niveau de rémunération moyen est déterminé par l'utilité de réserve de l'agent, laquelle est elle-même déterminée par les opportunités extérieures dont peut bénéficier l'agent. La structure de la rémunération est alors déterminée par l'aversion pour le risque de l'agent et sa contrainte d'incitation (poursuivre les objectifs de l'entreprise à un coût élevé plutôt que des objectifs personnels à un coût moindre).

Dans un tel contexte, le contrat de rémunération offert par le principal est un contrat incitatif, c'est-à-dire un contrat offrant une rémunération

positivement corrélée à une variable de performance observable. Dans le cas des entreprises, ce peut être un solde comptable (un résultat opérationnel, un bénéfice net) ou le cours de l'action si l'entreprise est cotée en bourse.

Mais la performance réalisée peut aussi dépendre de facteurs aléatoires qui ne sont pas contrôlables par l'agent. Si la variable de performance utilisée est le cours de bourse, se trouver dans une période de bulle spéculative ou, au contraire, de crise économique est un facteur aléatoire. Comme l'a montré B. Holmström¹, si les facteurs aléatoires affectent la performance de plusieurs agents, il est alors plus efficace (en termes d'inférence des actions des agents) d'offrir un contrat de rémunération en performance relative (PR), c'est-à-dire un contrat assurant une rémunération qui augmente en fonction de la performance individuelle mais diminue en fonction de la performance moyenne de l'ensemble des autres agents. L'optimalité de l'utilisation de tels contrats dépend alors du coût d'observation des performances d'autres agents mais aussi des changements d'incitation qu'une rémunération en PR peut générer : sabotage de la performance des autres agents, collusion ou manipulation de l'échantillon de contrôle².

Comme l'ont expliqué R. Gibbons et K. Murphy³, la direction d'entreprises cotées est typiquement une activité où les bénéfices de l'évaluation

1. B. Holmström, « Moral hazard in teams », *Bell Journal of Economics*, 13, 1982, p. 324-340.

2. Dans un environnement dynamique, l'évaluation en performance relative peut générer des effets de cliquet et des effets de réputation. M. Meyer et J. Vickers (« Performance comparison and dynamic incentives », *Journal of Political Economy*, 105, 1997, p. 547-581) dérivent des conditions sous lesquelles l'évaluation en performances relatives reste optimale.

3. R. Gibbons et K. Murphy, « Relative performance evaluation for chief executive officers », *Industrial and Labor Relations Review*, 43, 1990, p. 30S-51S.

en PR dominant les inconvénients. En effet, l'évaluation en PR permet de supprimer les chocs macroéconomiques auxquels font face les entreprises, les performances des autres entreprises sont observables gratuitement tous les jours, et les interactions entre PDG ne semblent pas suffisamment importantes pour qu'ils se coordonnent sur les performances de leurs entreprises ou qu'ils sabotent celles d'autres entreprises.

On peut donc déduire de cette littérature que le contrat de rémunération d'un dirigeant devrait, au minimum, présenter les caractéristiques suivantes :

- le système de rémunération n'est pas discrétionnaire, ce qui signifie qu'une fois le système de rémunération annoncé, et les performances observées, n'importe qui doit être en mesure de calculer la rémunération effective ;
- le système de rémunération sépare, dans la performance réalisée, la partie due à des chocs exogènes (c'est-à-dire indépendante des actions des dirigeants) et celle due aux actions des dirigeants ; afin de dissocier ces deux types de performance, les entreprises sont évaluées les unes par rapport aux autres ;
- la rémunération est une fonction croissante des performances relatives de l'entreprise.

Enfin, un dernier aspect de la structure de la rémunération concerne la symétrie entre récompense en cas de bonnes performances (évaluation de la performance du dirigeant par rapport à un objectif fixé comparé à la performance moyenne des entreprises), et pénalité en cas de mauvaises performances. En d'autres termes, pour engendrer les bonnes incitations, faut-il surtout magner le bâton en cas de mauvaises performances ou la carotte en cas de bonnes performances ?

Dans un environnement économique standard caractérisé notamment par des agents ayant une aversion relative constante pour le risque, B. Hall et K. Murphy ont montré que, par rapport à un contrat de rémunération optimal, les contrats des PDG américains se caractérisaient par des rémunérations fixes trop élevées et une sensibilité à la baisse de la partie

variable de la rémunération trop faible¹. I. Dittman et E. Maug ont confirmé ces résultats en montrant que ces rémunérations se caractérisaient par des salaires fixes trop élevés, trop d'options et pas assez d'actions².

Modèle d'allocation des compétences

Le modèle de détermination de la rémunération fondé sur l'allocation des compétences émet l'hypothèse que les compétences sont une ressource rare, et que les entreprises sont en concurrence pour les attirer. Dans un tel contexte, si ces compétences permettent d'augmenter la valeur de la firme de X %, les plus grandes entreprises ont alors le plus à gagner en attirant les meilleurs dirigeants.

Sous cette hypothèse, une corrélation positive entre le niveau de rémunération et la valeur des entreprises est cohérente avec un marché du travail efficient dans lequel les dirigeants sont rémunérés en fonction de leur productivité marginale, les plus grandes entreprises employant alors les meilleurs dirigeants, comme l'ont démontré X. Gabaix et A. Landier³.

Ces auteurs considèrent un modèle d'assortiment entre dirigeants potentiels et entreprises dans lequel plus un PDG est talentueux, plus l'impact qu'il peut avoir sur la valeur de l'entreprise est grand. Gabaix et Landier ont montré que, dans un tel environnement, les firmes ayant la valeur la plus élevée recrutent les dirigeants les plus talentueux, plus la valeur d'une entreprise est élevée, plus la rémunération des dirigeants est elle-même élevée, et plus la valeur de l'ensemble des entreprises est élevée, plus la rémunération d'un dirigeant est élevée.

1. B. Hall et K. Murphy, « The trouble with executive stock-options », *Journal of Economic Perspective*, 17, 2003, p. 49-70.

2. I. Dittman et E. Maug, « Lower salaries and no options : the optimal structure of executive pay », *Journal of Finance*, 62, 2007, p. 303-343.

3. X. Gabaix et A. Landier, « Why has CEO pay increased so much ? », *Quarterly Journal of Economics*, 123, 2008, p. 49-100.

Ce type de modèle a été utilisé par M. Terviö pour apporter des réponses quantitatives sur l'effet des compétences d'un dirigeant sur la valeur des entreprises et sur la rémunération des PDG¹. Selon Terviö, la valeur des entreprises et la rémunération des PDG sont la résultante de leurs compétences mais aussi de caractéristiques (inobservables) des entreprises. L'objectif est donc de comprendre si ce sont les caractéristiques des entreprises qui expliquent principalement les rémunérations des PDG ou s'il s'agit de leurs compétences. Cet auteur a étudié les 1 000 plus grandes entreprises cotées aux États-Unis pour l'année 2004. La différence de rémunération observée entre le dirigeant de la plus grande entreprise et celui de la millièème est de 15 millions de dollars. Terviö a montré que la valeur engendrée par l'ensemble des dirigeants (par rapport au PDG de la millièème entreprise) se situe entre 21 et 25 milliards de dollars. Sur cette valeur créée, 4,4 milliards ont été attribués aux PDG, soit entre 17,6 et 21 %. Il convient cependant de mettre en perspective cette augmentation de valeur par rapport à la valeur de marché des entreprises considérées : 12 600 milliards de dollars. Les PDG font donc augmenter la valeur de l'entreprise de 0,16 à 0,2 %.

Terviö a aussi montré que si tous les PDG devenaient aussi compétents que le dirigeant de la plus grande entreprise, les valeurs des entreprises restant inchangées, alors la rémunération de l'ensemble des PDG baisserait d'environ 1 milliard de dollars, soit environ 25 % de leur rémunération totale, du fait de l'augmentation de l'offre de compétences. En revanche, si la valeur de toutes les entreprises était remplacée par la valeur de la plus grande entreprise, alors la rémunération de l'ensemble des PDG serait multipliée par 100 environ par rapport à la situation actuelle. Cet auteur conclut donc que la rémunération des PDG s'explique principalement par l'échelle des valeurs des entreprises plutôt que par un phénomène de rareté de compétences des PDG.

1. M. Terviö, « The difference that CEOs make : an assignment model approach », *American Economic Review*, 98, 2008, p. 642-668.

Une étude similaire portant sur les entreprises de l'indice SBF 120 a été réalisée pour la France par F. Llense¹. Tout comme Terviö, Llense rejette l'hypothèse selon laquelle la rémunération des PDG serait due à un phénomène de rareté des compétences.

Avant d'aller plus loin, il convient de préciser que le modèle principal-agent et celui d'allocation des compétences ne sont pas incompatibles. Comme vu plus haut, le premier s'intéresse principalement à la structure de la rémunération alors que le second s'intéresse à son niveau. Il est cependant possible de considérer les deux problèmes simultanément, comme cela a été fait par A. Edmans, X. Gabaix et A. Landier qui utilisent le modèle d'allocation des compétences pour déterminer l'utilité de réserve de l'agent, puis le modèle principal-agent pour déterminer la sensibilité de la rémunération à la performance².

LES DIFFÉRENTES COMPOSANTES DE LA RÉMUNÉRATION

Salaire de base

Le salaire de base peut être défini comme la composante du contrat de rémunération qui est garantie et versée en numéraire. Même s'il ne représente pas forcément la composante majoritaire de la rémunération totale des dirigeants, le salaire de base joue un rôle essentiel, la part variable de la rémunération totale étant souvent déterminée comme un pourcentage du salaire de base.

En pratique, le salaire de base est souvent déterminé à partir d'études réalisées par des cabinets de conseil spécialisés en gestion des ressources humaines, des ajustements étant ensuite pratiqués en fonction de la taille

1. F. Llense, « Rémunérations des PDG français : les actionnaires peuvent-ils souhaiter un plafonnement ? », *Revue économique*, 60, 2009, p. 767-776.

2. A. Edmans, X. Gabaix et A. Landier, « A multiplicative model of optimal CEO incentives in market equilibrium », *Review of Financial Studies*, 22, 2009, p. 4881-4917.

de l'entreprise – en termes de chiffre d'affaire ou de capitalisation boursière –, et de son secteur d'activité. On observe donc une corrélation positive entre le salaire de base des dirigeants et la taille de l'entreprise. Cette corrélation est cohérente avec un système d'allocation des compétences efficient dans lequel les dirigeants sont rémunérés en fonction de leur productivité marginale, les plus grandes entreprises employant alors les meilleurs dirigeants.

Utiliser des groupes de référence permet à l'entreprise d'avoir une idée du salaire qu'elle doit payer à ses dirigeants pour éviter qu'ils ne la quittent. Cependant, ces groupes de référence peuvent aussi poser des problèmes, tout d'abord, en créant des effets de cliquet. En effet, un salaire inférieur au salaire médian étant souvent considéré comme non compétitif, une entreprise qui a confiance en son PDG lui accordera un salaire supérieur à ce salaire médian. Si toutes les entreprises adoptent ce genre de raisonnement, alors le salaire de base des dirigeants d'entreprise augmente sans autre raison qu'une sorte de « concours de beauté » entre les sociétés.

Les groupes de référence peuvent aussi être constitués de manière opportuniste. Plusieurs études ont été menées récemment aux États-Unis sur ce sujet¹. Leurs résultats montrent que si les principaux critères de constitution de ces groupes sont économiques (industrie, taille de l'entreprise en termes de chiffre d'affaire, performances, corrélation des rendements passés), ceux-ci ont aussi tendance à les composer en choisissant des entreprises de plus grande taille et payant leurs dirigeants au-dessus de la moyenne, pour des caractéristiques d'entreprises données.

1. Voir J. Bijzak *et al.*, « Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation ? », *Journal of Financial Economics*, 90, 2008, p. 152-158 ; A. Albuquerque *et al.*, « Peer choice in CEO compensation », mimeo, Boston University, 2009 ; B. Cadman *et al.*, « Compensation peer groups and their relation with CEO compensation », mimeo, University of Pennsylvania, 2009.

Ce biais de constitution des groupes de référence pourrait générer des augmentations de salaire de l'ordre de 5 %.

Bonus

Dans la plupart des entreprises, des bonus sont versés aux dirigeants sur la base de performances réalisées par l'entreprise au cours d'une seule année à partir de mesures comptables ou de rentabilité (rentabilité économique ou rentabilité des capitaux propres). Des mesures de rendement de marché sont aussi parfois utilisées, tel le rendement total des actions, analysé par la somme des plus-values et des dividendes distribués. L'obtention du bonus et son montant sont alors déterminés par l'atteinte d'un ou de plusieurs objectifs.

Même si des différences existent entre entreprises, un système de bonus repose la plupart de temps sur trois composantes : un objectif à atteindre, le montant du bonus si l'objectif est atteint et une zone d'incitation. Cette zone prévoit à partir de quel pourcentage de l'objectif à atteindre un bonus commence à être payé (par exemple 80 % du bonus prévu si 80 % de l'objectif a été atteint), et à partir de quel niveau de performance le bonus cesse d'augmenter en fonction de la performance (par exemple si 120 % ou plus de l'objectif prévu a été réalisé, alors le bonus effectif est de 120 % du bonus prévu).

Un plan de bonus peut aussi parfois comprendre un critère de performance individuel donnant ainsi lieu au paiement potentiel d'un bonus discrétionnaire. Aux États-Unis, où la forme de ces systèmes de bonus a été étudiée de manière approfondie¹, il apparaît que la part discrétionnaire du bonus représente un faible pourcentage du bonus perçu par les dirigeants d'entreprise. Aucune étude récente n'a remis en cause ces résultats.

1. Voir K. Murphy, « Executive compensation », in O. Ashenfelter et D. Card (éd.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, Amsterdam, North-Holland, 1999.

Les objectifs à atteindre peuvent être classés en deux grandes catégories : ceux en performance absolue et ceux en performance relative. L'utilisation simultanée de ces deux types de critères permet, par exemple, de décider si l'on doit récompenser un dirigeant dont l'entreprise a réalisé de mauvaises performances absolues mais de bonnes performances relativement à un échantillon d'entreprises comparables. Cela permet de dissocier l'évaluation en performance relative en zone de bonnes performances absolues et en zone de mauvaises performances absolues, ou bien de requérir de bonnes performances relatives et absolues simultanément pour verser un bonus.

Les objectifs en performance absolue posent un certain nombre de problèmes car ils sont souvent manipulables, surtout s'ils sont fondés sur des critères comptables. Par exemple, si les objectifs concernant l'année $t+1$ sont fondés sur un taux de croissance par rapport aux résultats de l'année t , alors les incitations en année t ne sont pas de réaliser les meilleures performances possibles, mais simplement d'atteindre les objectifs fixés pour cette année.

Les systèmes de bonus peuvent aussi reposer sur l'atteinte d'objectifs collectifs, chaque individu composant le groupe ayant un objectif individuel à atteindre. Si l'objectif collectif est atteint, un bonus est versé à l'ensemble du groupe, en fonction de ce que représentait leur objectif personnel dans l'objectif collectif. Ce type de système de bonus comporte aussi souvent une part discrétionnaire afin de tenir compte des performances individuelles effectives.

On l'aura compris, la mise en place de ces systèmes de bonus a pour but l'amélioration des performances (souvent comptables) de l'entreprise. La question est donc de savoir si ces systèmes de bonus atteignent leurs objectifs. Signalons tout d'abord que l'utilisation de mesures comptables comme objectif peut s'expliquer par le fait qu'elles sont compréhensibles, vérifiables et de suivi facile.

Ces mesures présentent cependant des inconvénients. Tout d'abord, elles sont manipulables. Par exemple, il est facile de faire basculer certains

revenus ou coûts d'une période à l'autre. De plus, ces mesures comptables étant focalisées sur les performances à court terme, elles peuvent inciter les dirigeants à renoncer à des investissements créant de la valeur à long terme, tels les investissements en recherche et développement, mais diminuant la rentabilité des capitaux investis à court terme.

INSTRUMENTS DE FONDS PROPRES

Stock-options

Une option est un contrat donnant droit, à celui qui le reçoit, d'acheter une ou des actions à un prix pré-spécifié (le prix d'exercice) pendant une période pré-spécifiée. La durée de vie d'une option peut donc être décomposée en deux périodes : une période d'indisponibilité au cours de laquelle l'option ne peut être exercée, et une seconde période (allant jusqu'à la fin de vie de l'option) au cours de laquelle l'option peut être exercée.

Le principal objectif de la période d'indisponibilité est d'inciter les bénéficiaires de ces options à rester dans l'entreprise, les options étant très souvent perdues en cas de départ volontaire du bénéficiaire¹.

Contrairement aux options échangées sur des marchés organisés qui requièrent un certain degré de standardisation (qu'il s'agisse du prix d'exercice ou de la date d'échéance de l'option), les options attribuées aux dirigeants d'entreprise (mais aussi à tous les autres salariés) laissent beaucoup de liberté aux entreprises dans le choix des caractéristiques de ces options, tant qu'elles respectent les contraintes fixées par le législateur (voir *infra*). Ainsi, la période d'indisponibilité de toutes les options attribuées à une même date n'est pas forcément la même. Il n'est pas rare de voir des plans

1. En France, il existe des exceptions à cette règle, notamment en cas d'opération financière menée sur le capital de l'entreprise (une offre publique par exemple) ; en cas de départ à la retraite, le bénéficiaire est autorisé à conserver ses options ; en cas de décès du bénéficiaire, ses héritiers peuvent exercer les options dans un délai de 6 mois.

de stock-options dans lesquels, à partir d'une période d'indisponibilité minimale, 25 % des options deviennent exerçables chaque année pendant 4 ans.

De même, au-delà de la période d'indisponibilité, le droit d'exercer ses stock-options peut également être soumis à la réalisation de performances de marché (c'est-à-dire évolution du cours de bourse de l'action sous-jacente) ou à des performances comptables (chiffre d'affaire, résultat opérationnel, bénéfice). Enfin, il est à noter que l'attribution même de ces options peut être elle aussi soumise à des conditions de présence dans l'entreprise ou de performances.

En France, les pratiques d'attribution d'options et d'actions gratuites dans les grandes entreprises ont été étudiées par Hewitt Associates qui a publié en novembre 2007 les résultats d'une enquête portant sur 32 entreprises françaises cotées, 14 d'entre elles appartenant au CAC 40¹. Il est observé que toutes les entreprises distribuent des stock-options, les deux tiers limitant cette distribution à moins de 2 % de leurs salariés. Concernant les conditions d'attribution de stock-options, l'étude montre que 55 % des entreprises ont soumis cette attribution à des conditions de présence, et 32 % à des conditions de performance et de présence.

Lorsque des critères de performance sont mis en place, il s'agit le plus souvent du résultat d'exploitation (41 % des cas), du résultat par action (29 % des cas), de la performance boursière absolue (24 % des cas) et de la performance boursière relativement à un groupe de comparaison (19 % des cas)².

L'attribution de stock-options est cohérente avec la théorie des incitations puisqu'elle lie la rémunération des dirigeants aux gains des actionnaires. Ce type d'outil de rémunération présente cependant plusieurs inconvénients.

1. Hewitt Associates, « Pratiques d'attribution de stock-options et d'actions gratuites au sein des entreprises françaises », rapport d'enquête, novembre 2007.

2. Les entreprises pouvant utiliser plusieurs critères, la somme des pourcentages peut être supérieure à 100.

Pour les appréhender, il est nécessaire de connaître les facteurs influençant la valeur d'une option. Celle-ci peut se décomposer en deux parties : la valeur intrinsèque et la valeur temps. La valeur intrinsèque est nulle lorsque le prix d'exercice de l'option est supérieur ou égal au cours de l'action sous-jacente, l'option étant alors dite en dehors de la monnaie. Cette valeur intrinsèque est égale à la différence entre le cours de l'action et le prix d'exercice lorsque ce dernier est inférieur au cours de l'action, l'option étant alors dite dans la monnaie. La valeur temps dépend de plusieurs paramètres, notamment la durée de vie de l'option et la volatilité de l'action sous-jacente.

Le premier inconvénient lié à l'utilisation d'options comme outil de rémunération est que lorsque le cours de l'action est inférieur au prix d'exercice de l'option, la valeur intrinsèque de l'option est indépendante du cours de l'action. Les systèmes de primes fondés sur des options sont donc asymétriques. Le gain potentiel est illimité (en cas de hausse du cours des actions), mais la perte, elle, est limitée. De plus, du point de vue incitatif, si le prix de l'action devient très inférieur au prix d'exercice, alors l'option ne procure que peu d'incitations à agir dans l'intérêt des actionnaires. Dans cette zone de prix, la valeur intrinsèque de l'option est indépendante du cours de l'action et la probabilité que le cours de l'action dépasse le prix d'exercice avant la maturité de l'option est pratiquement nulle. Il est à noter que c'est souvent ce manque de caractère incitatif des options très en dehors de la monnaie, suite à une forte baisse du cours de l'action, qui est avancé pour justifier le remplacement de plans d'options.

Deuxièmement, les options peuvent prendre de la valeur suite à une hausse du cours de l'action sous-jacente, lorsque les marchés d'action sont dans une période haussière, sans que les dirigeants soient en rien responsables de cette hausse. Cet effet chance a été illustré par M. Bertrand et S. Mullainathan¹ qui ont étudié les variations de cours du baril de pétrole

1. M. Bertrand et S. Mullainathan, « Are CEOs rewarded for luck? The ones without principal are », *Quarterly Journal of Economics*, 116, 2001, p. 901-932.

brut et les variations des rémunérations des PDG dans les entreprises du secteur pétrolier sur la période 1977-1994. Au cours de cette période, le prix du baril a subi de larges fluctuations, et les performances des entreprises du secteur pétrolier ont été très fortement, et positivement, corrélées au cours du baril de pétrole. Ces fluctuations provenaient souvent de décisions des pays membres de l'OPEP, et non de décisions des PDG des entreprises du secteur pétrolier. Pourtant ces performances indépendantes des décisions des dirigeants ont eu un impact significatif sur leur rémunération comme l'illustre la figure 1, laquelle indique, pour chaque année, les variations en pourcentage du cours du pétrole brut et les variations en pourcentage de la rémunération des PDG des entreprises du secteur pétrolier.

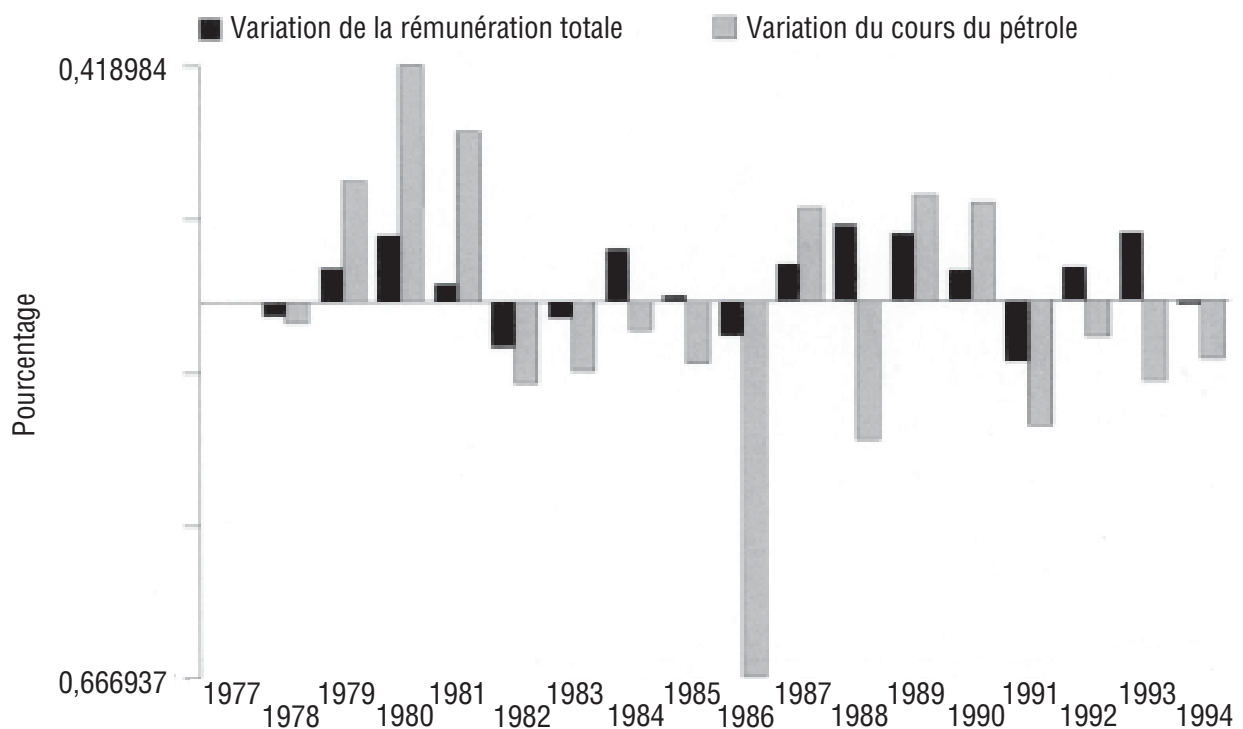


Figure 1 – Variations du cours du pétrole et de la rémunération totale des PDG des entreprises du secteur pétrolier.

(Source : M. Bertrand et S. Mullainathan).

On observe que pour douze des dix-sept années, les variations sont de même signe, et pour les cinq années pour lesquelles les variations sont de signes différents, le prix du baril a baissé, et donc la rémunération des PDG a augmenté, suggérant ainsi que les PDG sont rémunérés en cas de chance (de variations favorables) mais ne sont pas forcément pénalisés en cas de malchance (de variations défavorables).

Troisièmement, dans la plupart des plans de stock-option, le prix d'exercice est fixé au cours de l'action le jour de l'attribution, de telle sorte que la valeur intrinsèque de l'option est nulle. Même si, *a priori*, cette pratique semble anodine, elle donne aussi lieu à des comportements opportunistes. En effet, une pratique mise en évidence est celle dite du *backdating* qui consiste à choisir la date d'attribution de stock-options de manière rétro-active, la date d'attribution donnée étant celle à laquelle le cours de l'action était le plus bas dans une période donnée. Cette pratique permet de sous-évaluer la rémunération que perçoivent les dirigeants d'entreprise, puisque la valeur intrinsèque annoncée des options est nulle, alors qu'en réalité le jour où ces options ont véritablement été attribuées, la valeur intrinsèque était positive. Cette pratique a été mise en évidence par E. Lie qui a montré que les actions de l'entreprise concernée avaient un rendement négatif dans la période précédant l'attribution de stock-options, et positif dans la période suivant cette attribution¹. Cette étude a fait beaucoup de bruit aux États-Unis puisque la Security and Exchange Commission (SEC)² a considéré qu'il s'agissait de publications d'informations financières erronées ayant pu tromper les investisseurs et a engagé des poursuites contre de nombreux dirigeants d'entreprise ayant bénéficié de ces pratiques.

Dans une étude récente portant sur plus de 19 000 attributions d'options dans environ 5 800 entreprises américaines sur la période 1996-2005,

1. E. Lie, « On the timing of CEO stock-option awards », *Management Science*, 51, 2005, p. 802-812.

2. Équivalent aux États-Unis de l'Autorité des marchés financiers.

L. Bebchuk, Y. Grinstein et U. Peyer ont estimé que le gain représenté par une date d'attribution opportuniste correspondait à 20 % de la valeur des options attribuées et augmentait la rémunération totale des PDG d'environ 10 %¹.

Enfin, quatrièmement, la valeur d'une option augmente avec la volatilité du prix de l'actif sous-jacent. Une rémunération fondée sur des options engendre donc des incitations à prendre des risques. Dans le cas de décisions stratégiques concernant leur entreprise, les dirigeants pourraient alors avoir des incitations à « jouer », c'est-à-dire choisir des stratégies ayant une faible probabilité de succès et une faible espérance de création de valeur, mais qui, en cas de succès, engendre une très forte augmentation de la valeur de l'entreprise, et donc pour eux une très forte rémunération à travers l'exercice de leurs options.

Le premier problème, lié à l'asymétrie de la sensibilité de la rémunération aux performances, peut être facilement résolu en offrant des options qui sont fortement dans la monnaie, par exemple avec un prix d'exercice ne représentant que 70 % du cours de l'action au moment de l'attribution. De telles options vont se comporter un long moment, si ce n'est durant toute la vie de l'option, comme des actions offrant donc une parfaite symétrie de la sensibilité de la rémunération à la performance².

Le problème lié à la rémunération de la chance peut être résolu, au moins partiellement, en offrant des options à prix d'exercice variable, celui-ci évoluant avec le rendement d'un indice boursier, général ou sectoriel, par exemple. De telles options permettraient d'éliminer les effets d'aubaine concernant la rémunération engendrée par un marché boursier haussier

1. L. Bebchuk, Y. Grinstein et U. Peyer, « Lucky CEOs and lucky directors », *Journal of Finance*, à paraître.

2. L'objectif des options dans la monnaie n'étant pas d'augmenter la rémunération des dirigeants, elles devraient s'accompagner de baisse de la rémunération versée en numéraire, par exemple du salaire fixe.

alors que rien dans les performances de l'entreprise, si elle sous-performe cet indice de référence, ne justifierait cette augmentation de rémunération. En effet, si l'on décompose la rentabilité d'une entreprise en deux parties, l'une systémique, sur laquelle les dirigeants n'ont que peu d'influence et une partie spécifique sur laquelle les dirigeants ont beaucoup d'influence, alors des options à prix d'exercice variable permettront « d'immuniser » la rémunération contre les variations de la performance systémique. En revanche, en cas d'amélioration ou de détérioration de la composante spécifique de la performance de l'entreprise, le prix d'exercice ne sera pas affecté. La rémunération des dirigeants augmentera donc en cas d'amélioration des performances spécifiques et baissera en cas de détérioration de celles-ci.

Il s'ensuit aussi que la probabilité qu'une option se retrouve très en dehors de la monnaie diminue puisque toute baisse du cours de l'action due, au moins partiellement, à une baisse de la composante systémique entraînera une baisse du prix d'exercice. Cela réduit ainsi la probabilité que le cours de l'action ne se retrouve dans une zone où la valeur de l'option est très peu sensible aux variations de cours de l'action sous-jacente, zone dans laquelle l'option devient un outil de rémunération très peu incitatif. De plus, les incitations à faire du *backdating* seraient moindres qu'elles ne le sont avec des options à prix d'exercice fixe puisque les rendements de la plupart des actions sont positivement corrélés avec ceux des indices de marché.

On peut donc se demander pourquoi les entreprises n'utilisent pas d'options à prix d'exercice variable. Concernant les États-Unis, une réponse a été donnée par B. Hall et K. Murphy¹ : les options dont le prix d'exercice est variable ne bénéficient pas du même traitement fiscal avantageux que les options ayant un prix d'exercice fixe. Concernant la France, l'utilisation d'un prix d'exercice variable est prohibée par l'article L225-181 du Code de commerce qui indique que « le prix fixé pour la souscription ou

1. B. Hall et K. Murphy, « The trouble with executive stock-options », art. cité.

l'achat des actions ne peut pas être modifié pendant la durée de l'option ». On peut comprendre le souci du législateur de vouloir éviter que le prix d'exercice ne soit modifié de manière discrétionnaire. Cependant, des options peuvent avoir un prix d'exercice variable mais que la méthode de révision du prix d'exercice soit fixe.

Enfin, mentionnons que tous les raisonnements développés ci-dessus concernant la sensibilité de la rémunération à la performance ne sont valables que si les dirigeants ne sont pas autorisés à se couvrir des variations de la partie de leur revenu fondée sur des instruments financiers. Pour la France, l'AMF note, dans son rapport de juillet 2009 concernant les pratiques de rémunération d'un échantillon de 60 sociétés cotées du CAC 40 et SBF 120, que seules 12 % des entreprises étudiées indiquent interdire la couverture des options, toutes les autres entreprises entretenant l'incertitude sur leurs pratiques en ne donnant pas d'information¹.

Actions

Suivant les pays, des actions utilisées comme instrument de rémunération peuvent être soit attribuées à titre gratuit, soit vendues à un prix inférieur au prix de marché.

Actions et options partagent plusieurs points communs en tant qu'instruments de rémunération. Tout d'abord la pleine propriété de ces titres, et donc la possibilité de revente de ceux-ci, peut être conditionnée par une durée de présence dans l'entreprise ou de réalisation de performances comptables ou de marché. De plus, cette pleine propriété pour l'ensemble des titres financiers attribués à une même date peut être obtenue en une seule fois ou bien se faire graduellement. Ensuite, un inconvénient de la rémunération fondée sur l'attribution soit d'actions soit d'options est qu'elle peut subir des variations sans que les dirigeants soient responsables

1. AMF, « Rapport sur les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées et sur la mise en œuvre des recommandations AFEP/MEDEF », 2009.

de ces variations. Dans ce cas, la différence entre options à prix d'exercice fixe et actions est que pour ces dernières les variations de rémunération sont parfaitement symétriques en fonction des performances boursières par construction¹.

En France, la loi de finance de 2005 a rendu possible l'attribution d'actions gratuites². Ces actions peuvent être attribuées aux salariés et aux mandataires sociaux. Les bénéficiaires qui détiennent individuellement plus de 10 % du capital social ne peuvent bénéficier d'une attribution d'actions gratuites, ni franchir ce seuil de 10 % du capital au moyen d'une telle attribution. La procédure d'allocation des actions gratuites se déroule en trois étapes. Tout d'abord, une décision d'attribution d'actions gratuites est prise par le conseil d'administration ou le directoire dans les sociétés anonymes. Ensuite, vient une période d'acquisition (fixée par l'AGE) de deux ans minimum, au cours de laquelle les bénéficiaires ne sont pas propriétaires des actions. Au terme de cette période, l'attribution des actions gratuites devient définitive. Les bénéficiaires sont alors actionnaires, avec tous leurs droits. Enfin, vient une période de conservation obligatoire (fixée aussi par l'AGE) de deux ans minimum, à compter de la date d'acquisition définitive, au terme de laquelle les bénéficiaires peuvent vendre les actions gratuites.

Dans son étude sur les pratiques de distribution d'actions gratuites dans les grandes entreprises françaises, Hewitt Associates a montré que 66 % des entreprises en distribuaient à leurs employés. De plus, près de 70 % des plans d'actions gratuites prévoient une période d'acquisition de deux ans, soit le minimum légal, 21 % des entreprises choisissant une période d'acquisition de trois ans et 10 % une période d'acquisition supérieure ou égale à quatre ans.

1. Même si ces actions sont attribuées gratuitement, des variations de leur cours après l'attribution entraînent des gains ou des pertes pour le détenteur par rapport à la valeur de ces actions le jour de leur attribution.

2. Articles L.225-197-1 à L.225-197-5 du Code de commerce.

Dans 78 % des cas, l'attribution d'actions gratuites est soumise à des conditions de présence et de performance, et dans 19 % des cas à des conditions de présence uniquement. Les principaux critères de performance utilisés sont liés aux performances opérationnelles, alors que des critères boursiers, qu'ils soient en performance absolue ou en performance relative, le sont beaucoup moins. Ces résultats sont confirmés par le rapport de l'AMF de juillet 2009.

Enfin, il faut signaler que les pratiques françaises sont très différentes des pratiques anglo-saxonnes où une forte proportion d'entreprises soumet l'attribution d'actions (pas forcément gratuites) à l'atteinte d'objectifs boursiers en performance relative.

ACTIONS OU OPTIONS ?

Comme nous l'avons vu dans les sections précédentes, options et actions sont des instruments de rémunération présentant des inconvénients, notamment, la possibilité de variations de prix indépendantes des performances des dirigeants.

D'après l'étude de Hewitt Associates, en ce qui concerne les pratiques observées en France pour les mandataires sociaux, la répartition entre stock-options et actions gratuites est largement en faveur des stock-options qui représentent 80 % de la rémunération perçue sous forme d'instruments de fonds propres, les actions gratuites ne représentant que 20 %. Pour les membres du comité exécutif non mandataires sociaux, la part des stock-options baisse légèrement à 72 %.

En 2007, 48 % des entreprises qui ont attribué des primes sous forme d'instruments de fonds propres, ont choisi de distribuer à la fois des stock-options et des actions gratuites, 33 % ne distribuant que des stock-options et 19 % que des actions gratuites. L'attribution simultanée d'options et de stock-options est en forte augmentation puisqu'en 2005, seules 25 % des entreprises distribuant des primes sous forme de fonds propres distribuaient à la fois des actions gratuites et des options, 65 % d'entre elles ne

distribuant que des options. Il est intéressant de comparer ces pourcentages avec ceux concernant des salariés de niveaux hiérarchiques inférieurs. Pour les cadres, la part des stock-options ne représente que 33 % ; pour les autres salariés, elle passe à 18 %.

Il ressort de ces statistiques que le choix entre stock-options et actions gratuites semble plutôt être fondé sur la probabilité de réalisation d'un gain pour leur bénéficiaire que des incitations créées, les hauts revenus se voyant attribuer des stock-options dont la probabilité qu'elles aient une valeur positive à l'échéance est d'autant plus faible que le prix d'exercice est élevé.

Si l'utilisation des actions gratuites pour les bas revenus est parfaitement compréhensible, l'utilisation simultanée de stock-options et d'actions gratuites pour les dirigeants amène à s'interroger sur les raisons de ce choix.

Comme cela a déjà été énoncé, le choix d'un instrument de rémunération plutôt que d'un autre devrait être fondé sur l'alignement des incitations qu'il crée entre dirigeants et actionnaires, et sur le coût lié à l'utilisation de cet instrument pour l'entreprise. À ce titre, on lit souvent que les actions gratuites apparaissent comme un instrument moins approprié que les options car elles permettent toujours d'obtenir un gain lors de leur cession. Par exemple, le rapport Houillon de juillet 2009 explique que « Le problème est qu'en droit, rien ne s'oppose à ce qu'un mandataire social puisse cumuler l'attribution de stock-options avec des actions gratuites. Ce faisant, il lui est possible de bénéficier des avantages financiers des deux formules et d'accroître un peu plus sa rémunération différée, indépendamment de sa performance d'ailleurs puisque le gain issu d'une cession d'actions gratuites est systématique¹. »

Ce type de raisonnement est incomplet, un contrat de rémunération devant s'apprécier dans sa globalité. Or, il ne serait pas du tout cohérent pour une entreprise de verser le même salaire de base à ses dirigeants

1. Rapport d'information sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et des opérateurs de marché, 7 juillet 2009.

selon qu'elle attribue aussi des stock-options ou des actions gratuites, le coût de ces deux instruments n'étant pas le même pour l'entreprise. Plus la part d'actions gratuites dans la rémunération sous forme d'instrument de fonds propres est importante, plus la rémunération provenant des autres composantes devrait être faible.

Le principal problème lié à l'utilisation d'actions dans un système de rémunération vient du fait qu'il n'est pas possible de séparer la composante systémique de la composante spécifique de la performance. Or, comme nous l'avons vu, des options à prix d'exercice variable et fortement dans la monnaie permettent de séparer ces deux composantes de la performance tout en limitant les problèmes d'asymétrie de la rémunération à la performance que l'on rencontre avec des options à prix d'exercice fixe à la monnaie ou en dehors de la monnaie.

Pour illustrer cela, considérons l'exemple suivant comparant deux schémas de rémunération avec instruments de fonds propres, l'un fondé sur des actions, l'autre sur des options à prix d'exercice variable, ce prix d'exercice suivant les variations d'un indice de référence. Pour de telles options, si la valeur de l'indice augmente (baisse) de $X\%$, il en va de même pour le prix d'exercice des options. Afin de mettre en évidence l'impact que peut avoir sur la rémunération la différence entre le cours de l'action et le prix d'exercice au moment de l'attribution des options, nous considérons le cas d'une société dont le cours de l'action est 100 et qui envisage d'offrir les quatre types d'option suivants :

- le prix d'exercice est égal au cours de l'action, c'est-à-dire 100 ;
- le cours de l'action est supérieur de 10 % au prix d'exercice ; celui-ci est donc égal à 90,91 ;
- le cours de l'action est supérieur de 20 % au prix d'exercice ; celui-ci est donc égal à 83,33 ;
- le cours de l'action est supérieur de 30 % au prix d'exercice ; celui-ci est donc égal à 76,92.

La valeur intrinsèque des options n'étant pas la même suivant le type d'option envisagé, on suppose donc que l'entreprise ajuste le salaire de base du dirigeant en fonction de la valeur intrinsèque des options¹. Si le salaire de base est de 200 lorsque le prix d'exercice est de 100, alors ce salaire de base est de 190,91, 183,33 et 176,92, lorsque les prix d'exercice sont de 90,91, 83,33, et 76,92, respectivement. De manière similaire, si le contrat de rémunération prévoit l'attribution d'actions gratuites, et non l'attribution d'options, le cours de l'action étant égal à 100, le salaire de base sera de 100.

L'objectif étant ici de comparer des systèmes de rémunération utilisant les actions gratuites et ceux utilisant des options à prix d'exercice variables, différentes situations sont considérées concernant les variations de cours de l'indice de référence et de l'action de l'entreprise. Dans notre exemple, un contrat 1 sera considéré « meilleur » qu'un contrat 2 si la corrélation entre la rémunération reçue et la différence entre le rendement de l'action et le rendement de l'indice de référence est supérieure pour le contrat 1 par rapport au contrat 2.

Les résultats concernant les rémunérations sont donnés aux tableaux 3, 4 et 5 en annexe (*infra*, p. 71). Les deux dernières colonnes donnent la rémunération totale pour un système de rémunération fondé sur les options et un système de rémunération fondé sur les actions gratuites. La différence entre les trois tableaux provient des différences d'amplitude des variations du rendement de l'indice relativement à celles de la composante spécifique du rendement de l'action. Dans le tableau 3, l'amplitude des variations du rendement de l'indice (10 %) est grande par rapport à celle du rendement de la composante spécifique de l'action (2 %). Dans le tableau 4, les amplitudes des variations des cours de l'indice et de la composante spécifique de l'action sont les mêmes (5 %). Enfin, dans le tableau 5, l'amplitude des variations du cours de l'indice est petite (2 %) par

1. Prendre en compte la valeur temps des options n'ajoute rien à la mise en évidence des effets souhaités.

rapport à celle de la composante spécifique du cours de l'action (10 %)¹. Le tableau 1 fournit le coefficient de corrélation entre la rémunération et la différence entre le rendement de l'indice et le rendement de l'action.

Tableau 1 – Coefficient de corrélation entre rémunération et performances spécifiques de l'entreprise

	Action	Option Prix ex = 100	Option Prix ex = 90,91	Option Prix ex = 83,83	Option Prix ex = 76.92
Coefficient de corrélation	0,707	0,893	0,994	0,986	0,9743

Nous observons que la corrélation entre rémunération et performance spécifique est toujours plus élevée pour des contrats avec options à prix d'exercice variable dans la monnaie que pour un contrat avec actions ou avec options à prix d'exercice variable à la monnaie. Ce résultat illustre que des options à prix d'exercice variable et fortement dans la monnaie fournissent de meilleures incitations que ne le font des actions.

Bien évidemment, pour que ces options incitent les dirigeants à se concentrer sur les performances à long terme de l'entreprise, il faut aussi que ces options ne puissent être exercées qu'un certain temps après la fin du mandat, dix-huit mois ou deux ans semblant raisonnable, certaines actions des dirigeants ayant des effets à retardement sur la valeur des entreprises. De plus, il faut que la couverture de ces options soit prohibée.

Enfin, concernant les critères d'attribution, des critères de performances de marché mais aussi des critères de performances opérationnelles

1. L'utilisation du terme « composante spécifique du rendement » peut être perçue comme un abus de langage. Il ne s'agit pas d'une application du CAPM. Nous appelons juste composante spécifique la différence entre le rendement de l'indice et le rendement de l'action.

peuvent être utilisés. Et, toujours dans le but de mettre en place un système de rémunération qui ne récompense pas la chance et ne pénalise pas la malchance, il semblerait normal qu'une partie des critères d'attribution des titres soit énoncée en termes de performances relatives. Cependant, les pratiques actuelles des entreprises françaises semblent bien éloignées de ces suggestions. En effet, selon l'étude de Hewitt Associates publiée en novembre 2007, seules 18 et 12 % des entreprises françaises attribuant des stock-options et des actions gratuites, respectivement, utilisent des critères en performance relative pour l'attribution effective de ces options. Cela est très différent des pratiques anglo-saxonnes puisque 40 % des entreprises américaines et 80 % des entreprises britanniques utilisent des critères en performance relative pour la distribution de rémunération fondée sur des instruments de fonds propres.

Indemnité de départ

Cette indemnité, qui est perçue par un dirigeant à la fin effective de son mandat, résulte d'un départ volontaire anticipé ou d'une révocation. La plupart du temps, l'indemnité de départ est exprimée en multiple de la rémunération (fixe ou fixe + variable). Elle s'accompagne aussi, parfois, d'un supplément associé à une clause de non-concurrence.

L'attribution d'une indemnité de départ est très souvent limitée aux mandataires sociaux ayant un rôle exécutif dans l'entreprise (directeur général, directeur général délégué, président directeur général)¹. Et cette indemnité fait souvent partie intégrante du contrat de rémunération du dirigeant. Il existe donc une grande flexibilité dans le choix du niveau et

1. Dans l'échantillon d'entreprises étudié par l'AMF dans son rapport de juillet 2009 sur les pratiques de rémunération des dirigeants des grandes entreprises, un seul président non exécutif bénéficie d'une indemnité de départ, celle-ci étant équivalente à vingt mois de la dernière rémunération (fixe et variable) et soumises à des conditions de performance.

des conditions dans lesquelles sont versées ces indemnités, leur attribution pouvant notamment être restreinte aux départs contraints. Ce cas de départ a deux raisons principales : l'absence de performances ou le changement de contrôle de l'entreprise.

A *priori*, l'inclusion dans le contrat de rémunération d'une indemnité de départ en cas de révocation avant la fin du mandat peut surprendre, surtout lorsqu'elle va de pair avec un système de rémunération incitatif liant le niveau de rémunération aux performances de l'entreprise. En effet, si la menace d'une révocation en cas de mauvaises performances va dans le sens d'une corrélation positive entre performances et rémunération, la révocation s'accompagnant en général d'une perte de réputation et d'une baisse de la rémunération future¹, la mise en place d'une indemnité de départ introduit un élément de rémunération négativement corrélé avec la performance.

L'inclusion de ce type d'indemnité dans les contrats de rémunération ne peut donc pas s'expliquer par des problèmes d'aléa moral, et donc par la nécessité de lier rémunération et performance. De fait, les explications proposées dans la littérature économique concernant la présence de ces indemnités reposent principalement sur des problèmes d'asymétrie d'information entre les dirigeants de l'entreprise ayant un rôle exécutif et les autres représentants des actionnaires.

Une première source d'asymétrie d'information peut porter sur les compétences du dirigeant, ce type de situation se rencontrant principalement lorsqu'un directeur général ou un PDG est depuis peu de temps dans l'entreprise au moment de sa nomination². Les membres du conseil

1. Voir E. Fee et C. Hadlock, « Management turnover across the corporate hierarchy », *Journal of Accounting and Economics*, 37, 2004, p. 3-38, pour une étude empirique montrant qu'en général, aux États-Unis, il est très rare qu'un PDG licencié retrouve un emploi avec un salaire équivalent suite à une révocation.

2. Voir A. Almazan et J. Suarez, « Entrenchment and severance pay in optimal governance structures », *Journal of Finance*, 58, 2003, p. 519-547

d'administration pourraient alors vouloir le remplacer rapidement en cas de mauvaises performances, si celles-ci sont attribuées (peut-être à tort) à son manque de compétences plutôt qu'à des événements extérieurs à l'entreprise. Ce dirigeant, pouvant anticiper un tel type de comportement de la part du conseil d'administration, se trouvera dans une situation très inconfortable et ne verra alors que peu d'intérêt à s'investir dans la gestion de l'entreprise sachant qu'il existe une probabilité non négligeable que son mandat soit de courte durée. L'inclusion d'une indemnité de départ se justifie alors par le fait qu'elle rend une révocation très coûteuse, donc moins probable. Le dirigeant a donc plus d'incitations à s'investir dans la gestion et dans le développement de l'entreprise. Dans ce cas, l'inclusion d'une indemnité de départ a donc un effet positif sur la valeur de l'entreprise.

Une deuxième source d'asymétrie d'information peut être due au fait qu'un dirigeant, impliqué au quotidien dans la gestion de l'entreprise, détient beaucoup plus d'informations sur l'état de santé de celle-ci que les autres membres du CA qui n'ont pas de rôle exécutif¹. L'inclusion d'une indemnité de départ dans le contrat de rémunération se justifie ici par le fait que le dirigeant doit être incité à rendre public le plus tôt possible toute mauvaise nouvelle concernant l'entreprise, une divulgation tardive pouvant retarder la mise en place de solutions, notamment par le remplacement de l'équipe dirigeante et la décision d'une nouvelle stratégie, et entraîner une détérioration supplémentaire de la santé de l'entreprise. Ainsi, incorporer une indemnité de départ dans le contrat de rémunération d'un dirigeant, en rendant son coût de révocation subi plus faible, peut l'inciter à faire moins de rétention d'informations pour conserver son poste.

L'indemnité de départ est aussi parfois négociée, ou renégociée, au moment du départ du dirigeant. Dans ce cas, l'attribution ou la réévaluation

1. Voir R. Inderst et H. Muller, « CEO Replacement under private information », mimeo, New York University, 2008.

de cette indemnité a souvent pour but d'accélérer le processus de changement d'équipe dirigeante, et d'éviter ainsi que le dirigeant en place ne « s'accroche » à son poste.

Des indemnités de départ très élevées ont été observées en France et dans d'autres pays, et elles ont fait l'objet d'une attention particulière. Le rapport de l'AMF de juillet 2009 sur les pratiques de rémunération des dirigeants des grandes entreprises les étudie de manière détaillée. L'AMF fait remarquer que ces indemnités peuvent être versées soit au titre du mandat, soit au titre du contrat de travail dont pourrait bénéficier un dirigeant. Il est fréquent en effet que les PDG, au titre de leur fonction de directeur général, aient aussi un contrat de travail. Ils peuvent alors également percevoir une indemnité de départ. Selon l'AMF, 31 % des indemnités de départ versées le sont au titre du contrat de travail et 69 % au titre du mandat social.

Pour 88 % des sociétés étudiées par l'AMF, le montant de l'indemnité de départ est limité à deux années de rémunération (fixe et variable), et 92 % des sociétés concernées ont soumis ce versement à des conditions de performance, la plupart du temps calculées sur plusieurs années. Cependant, très peu d'entreprises choisissent des critères de performance relative afin de décider du niveau de cette indemnité de départ. Ainsi le rapport de Hewitt Associates de décembre 2008 montre que les principaux critères de performance utilisés sont le chiffre d'affaire (39 % des cas), le résultat d'exploitation (18 %) et des objectifs stratégiques (18 % des cas). La performance boursière relative à un groupe de comparaison n'est utilisée que dans 7 % des cas¹.

De plus, seules 28 % des sociétés étudiées par l'AMF indiquent que les indemnités de départ ne sont dues qu'en cas de départ contraint et lié

1. Hewitt Associates, « Pratiques d'indemnités de départ relatives au mandataire social dirigeant l'entreprise (CEO) et mise en conformité à la loi TEPA ainsi qu'aux recommandations de l'AFEP/MEDEF », rapport d'enquête, décembre 2008.

à un changement de contrôle ou de stratégie. Ainsi, les autres n'ont pas explicitement renoncé à verser des indemnités de départ même en cas de départ volontaire d'un dirigeant.

NIVEAUX DE RÉMUNÉRATION

Nous nous sommes intéressé jusqu'à présent aux différentes composantes des contrats de rémunération des dirigeants d'entreprise sans donner d'indications sur l'importance relative que peut avoir chacune de ces composantes dans la rémunération totale. Nous allons donc étudier maintenant les niveaux de rémunération, surtout dans les grandes entreprises pour lesquelles des informations sur la rémunération des principaux dirigeants doivent être fournies dans le rapport annuel.

Une étude sur les niveaux et la structure des contrats de rémunération a été réalisée en 2008 par Hay Group dans les entreprises correspondant aux cinquante plus grosses capitalisations boursières européennes et pour lesquelles les rémunérations des principaux dirigeants sont rendues publiques¹. Cette étude est d'autant plus intéressante qu'elle distingue la rémunération du président du conseil d'administration et celle du directeur général. En France, ces deux postes sont souvent occupés par la même personne mais ce n'est pas systématique. Par exemple, suite à l'affaire Kerviel, Daniel Bouton, président directeur général de la Société générale, n'a conservé que son poste de président du conseil d'administration puis a laissé celui de directeur général à Frédéric Oudéa à partir de mai 2008.

L'étude de Hay Group montre que le salaire médian du directeur général est en Europe de 1,28 million d'euros, et représente 27 % de sa rémunération totale, le bonus effectif et le bonus maximal accessible représentant respectivement 145 et 200 % du salaire de base.

1. Hay Group, « How chief executives are paid : rewards in the largest companies in Europe and the US », 2008.

Concernant les entreprises françaises présentes dans cet échantillon, le salaire de base médian est de 1,15 million d'euros, donc inférieur de 10 % à la médiane européenne, et le bonus effectif médian représente 105 % du salaire de base, le bonus maximal accessible représentant quant à lui 165 % du salaire de base.

Si le salaire de base des directeurs généraux français est inférieur à la médiane européenne, la situation est totalement différente en ce qui concerne les présidents. En effet, pour ce poste, les rémunérations françaises sont largement supérieures à celles observées dans le reste de l'Europe puisque la rémunération de base médiane d'un président d'entreprise française est de 1,1 million d'euros contre une rémunération médiane de 630 000 euros en Europe.

L'attribution de bonus aux présidents ne semble pas être une règle générale. Mais pour les entreprises qui en distribuent, ces bonus peuvent être très importants (de l'ordre du million d'euros)

Si l'on s'intéresse à la rémunération en numéraire totale, c'est-à-dire la somme du salaire de base et du bonus annuel, la médiane européenne est de 3,34 millions d'euros mais n'est que de 2,67 millions d'euros pour les entreprises françaises. Pour les présidents des conseils d'administration, la médiane européenne est de 670 000 euros mais de 2,13 millions en France.

Les revenus provenant de plans d'incitation à long terme, principalement sous forme d'instrument de fonds propres, représentent pour les directeurs généraux des entreprises européennes 125 % de leur salaire de base, ce pourcentage étant le même pour les entreprises françaises¹. En additionnant la rémunération en numéraire, on obtient la rémunération totale dont la médiane est de 5,61 millions en Europe et de 4,25 millions en France.

De manière intéressante, l'étude de Hay Group compare aussi les niveaux et les structures de rémunération observés en Europe et aux

1. La valeur des plans d'intéressement à long terme est calculée à partir de la valeur de marché des titres.

États-Unis. Il ressort de cette comparaison que le salaire de base médian est plus bas aux États-Unis qu'en Europe. En revanche, la partie variable de la rémunération est beaucoup plus importante aux États-Unis qu'en Europe puisque les bonus et les plans d'incitation à long terme médians représentent respectivement 240 et 625 % du salaire de base. Ces résultats suggèrent donc que les incitations des PDG sont mieux alignées avec celles des actionnaires aux États-Unis qu'elles ne le sont en Europe. Ce constat en termes relatifs n'implique cependant pas que la situation aux États-Unis soit pour autant satisfaisante, comme l'ont montré les travaux de B. Hall et K. Murphy¹, d'une part, et I. Dittman et E. Maug², d'autre part.

Une autre variable intéressante concerne l'évolution de la structure de la rémunération. Dans une étude publiée en 2006 sur la rémunération des PDG dans vingt-six pays, Towers Perrin a fourni des éléments portant sur la période 1998-2005³. Ainsi, dans tous les pays étudiés, la part de la rémunération variable dans la rémunération totale a augmenté, mais la structure de cette rémunération variable a aussi évolué. La part des plans d'incitation à long terme fondés sur des instruments de fonds propres a augmenté relativement au bonus en numéraire fondé sur les performances de la dernière année d'activité. Ainsi, en France, la part de la composante variable dans la rémunération totale est passée de 32 à 50 % tandis que la part des instruments de fonds propres dans la partie variable de la rémunération est passée de 61 à 66 %.

1. B. Hall et K. Murphy, « Stock-options for undiversified executives », *Journal of Accounting and Economics*, 33, 2002, p. 3-42.

2. I. Dittman et E. Maug, « Lower salaries and no options : the optimal structure of executive pay », art. cité.

3. Towers Perrin, « Managing global pay and benefits : worldwide total remuneration », 2006. L'étude porte sur un échantillon d'entreprises ayant réalisé plus de 500 millions de dollars de chiffre d'affaire en 2005.

3. Rémunération des dirigeants et gouvernement d'entreprise

Un certain nombre de caractéristiques des contrats de rémunération des dirigeants d'entreprise ont été mises en évidence plus haut. Si ces caractéristiques « interpellent » un observateur externe, il faut donc s'interroger sur les raisons pour lesquelles ces contrats sont offerts.

L'organe suprême de décision dans une entreprise, son gouvernement, étant le conseil d'administration (ou le conseil de surveillance lorsque l'entreprise a une structure de gouvernement duale¹), celui-ci a, entre autre, la charge de nommer le PDG, de choisir son contrat de rémunération et de décider de son remplacement. Il convient donc d'analyser la composition et le fonctionnement des conseils d'administration pour comprendre l'origine des excès observés en matière de rémunération.

RÔLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Selon le rapport Vienot I, le conseil d'administration remplit une quadruple mission : il définit la stratégie de l'entreprise, désigne les mandataires sociaux chargés de gérer celle-ci dans le cadre de cette stratégie, contrôle la gestion et, enfin, veille à la qualité de l'information fournie aux actionnaires ainsi qu'aux marchés à travers les comptes ou à l'occasion d'opérations très importantes.

Le code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP précise que « [...] le conseil d'administration représente l'ensemble des actionnaires. Il répond collectivement de l'exercice de ses missions devant l'assemblée générale envers laquelle il assume légalement les responsabilités essentielles : il convoque et fixe l'ordre du jour de l'assemblée, nomme et révoque le président, le directeur général, les directeurs généraux délégués chargés de la

1. Dans ce cas, l'organe chargé de la direction de l'entreprise est le directoire.

direction de l'entreprise, contrôle leur gestion, arrête les comptes annuels soumis à l'approbation de l'assemblée et rend compte de son activité dans le rapport annuel. »

Même si les tâches d'un conseil d'administration sont *a priori* bien définies, il y a parfois une différence très importante entre ces définitions et la perception que s'en font les administrateurs. Pour étudier la perception que les administrateurs ont de leur propre rôle, A. Demb et F. Neubauer ont interrogé un échantillon d'administrateurs sur la manière dont ils appréhendaient leur mission¹. Il ressort de cette étude que les deux tiers pensent que « décider des orientations stratégiques de l'entreprise fait partie de leurs tâches » et 80 % d'entre eux admettent qu'ils sont impliqués dans la mise en place de la stratégie de l'entreprise. Cependant, seuls 45 % étaient d'accord avec l'affirmation qu'un de leurs rôles était « la supervision du management exécutif et du directeur général », et 26 % « la succession, le remplacement/recrutement du directeur exécutif et du top management ».

Pour un conseil d'administration, la nécessité de surveiller le PDG est due au fait que, bien souvent, ce PDG n'est pas actionnaire de l'entreprise ou ne détient qu'un petit nombre d'actions (relativement au nombre d'actions émises). De fait, dans les sociétés cotées, le PDG est souvent un expert à qui les actionnaires ont délégué la gestion de l'entreprise. Dans cette situation, le CA, représentant des actionnaires, doit résoudre deux types de problèmes. Tout d'abord, sélectionner un candidat ayant les compétences requises pour occuper le poste de PDG de l'entreprise concernée. Pour employer le langage courant, le conseil d'administration doit éviter « l'erreur de casting ». Cependant, au moment de la nomination d'un PDG, le conseil d'administration n'a pas toujours toute l'information permettant de prendre la meilleure décision. Une de ses tâches est donc

1. A. Demb et F. Neubauer, *The Corporate Board. Confronting the Paradoxes*, Oxford, Oxford University Press, 1992.

de s'assurer, en surveillant la manière dont un PDG remplit ses fonctions, de son niveau de compétences. Ensuite, le conseil d'administration doit vérifier que le PDG va chercher à atteindre les objectifs qu'il lui a fixés.

Pour les actionnaires, ces processus de sélection et de surveillance sont coûteux. Un actionnaire aura donc d'autant plus d'incitation à s'investir dans ce type de tâche (soit directement, soit dans le choix d'administrateurs pouvant représenter ses intérêts au sein du CA) qu'il détient une part importante de l'entreprise. Cela implique qu'une entreprise dont l'actionnariat est diffus souffre d'un problème de passager clandestin¹. Dans une telle situation, les administrateurs vont alors être sélectionnés par les dirigeants de l'entreprise, qui demanderont ensuite aux actionnaires d'approuver ces choix.

On peut se retrouver dans une situation où c'est la direction de l'entreprise qui contrôle le conseil d'administration. Des contrats de rémunération aberrants peuvent alors apparaître, la rémunération perçue par le PDG étant déconnectée des performances de l'entreprise. Ainsi, comme l'ont montré M. Bertrand et S. Mullainathan², la présence d'actionnaires détenant plus de 5 % d'une entreprise (et ayant donc une part telle que les bénéfices de la surveillance pour ces actionnaires sont supérieurs à son coût) et leur présence au conseil d'administration réduit de 23 à 33 % le facteur chance dans la rémunération effective des PDG.

Les limites du fonctionnement d'un conseil d'administration, et la possibilité qu'il soit contrôlé par le PDG, ont été bien comprises par les organisations représentantes des entreprises puisque dans le rapport

1. Voir S. Grossman et O. Hart, « Take-over bids, the free rider problem and the theory of the corporation », *Bell Journal of Economics*, 11, 1980, p. 42-64 et A. Shleifer et R. Vishny, « Large shareholders and corporate control », *Journal of Political Economy*, 94, 1986, p. 461-488.

2. M. Bertrand et S. Mullainathan, « Are CEOs rewarded for luck? The ones without principal are », art. cité.

Viénot I il était indiqué que « si le pouvoir de nommer ou révoquer les administrateurs appartient à l'assemblée générale des actionnaires, le conseil d'administration joue un rôle déterminant dans sa propre composition puisqu'il peut coopter ses membres et qu'il propose leur désignation à l'assemblée. Actuellement la recherche d'administrateurs et de mandataires sociaux se fait le plus souvent de manière très informelle, ce qui ne garantit pas que tous les éléments qui concourent à l'équilibre souhaitable de la composition du conseil ont fait l'objet d'une délibération et ont été pris en compte ».

La solution passe donc par l'élection au conseil d'administration d'un nombre suffisant de personnes sans lien avec le PDG – des administrateurs indépendants –, qui n'auront pas peur de s'opposer à lui ni de demander son remplacement en cas de mauvaises performances de l'entreprise. De fait, plusieurs études empiriques réalisées aux États-Unis ont montré que la relation entre mauvaises performances et remplacement du PDG est plus forte lorsque le conseil d'administration comporte une majorité d'administrateurs indépendants¹.

ADMINISTRATEURS INDÉPENDANTS

Définition

En France, le code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP propose un ensemble de conditions auquel doit satisfaire un administrateur pour être qualifié d'indépendant. Un administrateur est qualifié comme tel s'il « [...] n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement. Ainsi, par administrateur indépendant, il faut entendre,

1. Voir par exemple, M. Weisbach, « Outside directors and CEO turnover », *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, p. 431-460 et E. Fish et A. Shivdasani, « Are busy boards effective monitors », *Journal of Finance*, 61, 2005, p. 689-724.

non pas seulement administrateur non exécutif, c'est-à-dire n'exerçant pas de fonctions de direction de la société ou de son groupe, mais encore dépourvu de lien d'intérêt particulier (actionnaire significatif, salarié, autre) avec ceux-ci. »

Plus précisément, pour être qualifié d'indépendant, un administrateur doit remplir les critères suivants :

- ne pas être salarié ou mandataire social de la société, salarié ou administrateur de sa société mère ou d'une société qu'elle consolide et ne pas l'avoir été au cours des cinq années précédentes ;
- ne pas être mandataire social d'une société dans laquelle la société détient directement ou indirectement un mandat d'administrateur ou dans laquelle un salarié désigné en tant que tel ou un mandataire social de la société (actuel ou l'ayant été depuis moins de cinq ans) détient un mandat d'administrateur ;
- ne pas être client, fournisseur, banquier d'affaire, banquier de financement significatif de la société ou de son groupe, ou pour lequel la société ou son groupe représente une part significative de l'activité ;
- ne pas avoir de lien familial proche avec un mandataire social ;
- ne pas avoir été auditeur de l'entreprise au cours des cinq années précédentes ;
- ne pas être administrateur de l'entreprise depuis plus de douze ans.

Si ces critères apparaissent raisonnables et vont dans le sens d'une plus grande indépendance des conseils d'administration, le principal problème est qu'ils ne sont pas toujours appliqués, le code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP prévoyant des exemptions. Ainsi, l'AFEP indique que « le conseil peut estimer qu'un administrateur ne remplissant pas les critères est cependant indépendant ». Si l'on retient les recommandations de l'AFEP, il semble donc aisé pour un PDG de s'assurer un conseil d'administration bienveillant même à partir d'une majorité d'administrateurs déclarés indépendants par le conseil.

Les entreprises ne se privent d'ailleurs pas pour utiliser cette exemption. Ainsi, dans son « Rapport de 2010 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants », l'AMF indique que 32 % des entreprises étudiées écartent l'application d'au moins un des critères d'indépendance du code de l'AFEP. De plus, l'AMF explique que « certaines sociétés apportent des explications trop peu circonstanciées, voire inexistantes, sur les raisons qui ont conduit le conseil à écarter l'application d'un critère du code AFEP/MEDEF ».

L'un des critères de refus de la qualification d'administrateur indépendant, et donc un type de situation non souhaitable, concerne les « participations réciproques » à des conseils d'administration : le PDG d'une société A siège au conseil d'administration d'une société B alors que le PDG de la société B est membre du conseil d'administration de la société A, ou ont des participations communes au conseil d'administration d'une entreprise tierce.

A priori, ces participations communes pourraient avoir des aspects positifs, en permettant d'optimiser l'utilisation d'une ressource rare – des experts en gestion d'entreprise. La qualité des conseils d'administration pourrait donc se trouver améliorée par la participation d'autres PDG à ce conseil. De plus, ces participations réciproques pourraient être le résultat de rapprochements stratégiques entre les entreprises.

Les études empiriques menées sur ce sujet suggèrent cependant que ces aspects bénéfiques sont dominés par des problèmes de contrôle des conseils d'administration. Ainsi, E. Fich et L. White ont étudié la situation des 500 plus grandes entreprises américaines (en valeur des actifs, capitalisation boursière, chiffre d'affaire ou profit) au début des années 1990¹. À l'époque, une entreprise sur sept était sujette à des participations réciproques de leurs PDG dans des conseils d'administration. Fich et White

1. E. Fich et L. White, « Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards ? », *Journal of Corporate Finance*, 11, 2003, p. 49-100.

ont montré que cette participation réciproque diminue la probabilité que le PDG soit remplacé et augmente sa rémunération. De plus, cette participation réciproque n'a aucun impact sur la valeur de l'entreprise. Ces phénomènes ne sont pas spécifiques aux États-Unis et ont aussi été observés en Europe. Ainsi, en Suisse, C. Loderer et U. Peyer ont montré que cela concernait surtout les banques, et avait un impact négatif sur la valeur des entreprises¹. De même, au Royaume-Uni, étudiant les entreprises non financières, T. Kirchmaier et K. Stathopoulos ont observé que ce phénomène était développé et avait aussi un impact négatif sur la valeur des entreprises². Enfin, les mêmes pratiques et effets ont été constatés en Espagne par R. Crespi et B. Pascual-Fuster³.

Composition des conseils d'administration et place accordée aux administrateurs indépendants

Après avoir défini ce qu'est un administrateur indépendant, il convient de déterminer quelle place accorder à ce type d'administrateurs au sein du conseil. Dans la littérature académique, la position la plus tranchée sur la composition des conseils d'administration est celle exprimée par M. Jensen qui suggère de s'inspirer de l'organisation des fonds en capital risque dans lesquels :

- les CA sont de petite taille, huit membres au maximum ;
- le PDG est le seul membre du CA ayant un rôle exécutif dans l'entreprise ;
- les rôles de directeur général et de président du CA sont séparés ;

1. C. Loderer et U. Peyer, « Board overlap. Seat accumulation and share prices », *European Financial Management*, 8, 2002, p. 165-192.

2. T. Kirchmaier et K. Stathopoulos, « From fiction to fact : the impact of CEO social networks », mimeo, The University of Manchester, 2008.

3. R. Crespi et B. Pascual-Fuster, « Executive directors pay and networks in Spanish listed companies », mimeo, Universidad de las Islas Baleares, 2008.

- les CA de ces structures ont des réunions très fréquentes avec le management de l'entreprise¹.

Le fonctionnement des conseils d'administration de structures proches de fonds en capital risque a été récemment étudié par F. Cornelli, Z. Kominek et A. Ljungqvist qui ont eu accès aux données de 43 fonds d'investissement ayant investi dans 473 entreprises². Ces données comprennent notamment des rapports trimestriels établis par les gérants de ces fonds, lesquels permettent d'établir si le départ est volontaire ou provoqué par le conseil d'administration lors d'un changement de PDG. Dans ce dernier cas, les rapports trimestriels permettent de connaître les raisons du départ. L'étude montre qu'en moyenne les PDG sont remplacés lorsqu'ils n'atteignent pas les objectifs fixés par le conseil d'administration. Cependant, ce remplacement n'intervient que si la sous-performance par rapport aux objectifs fixés n'est pas due à des éléments qui échappent véritablement au contrôle du PDG. Il apparaît donc que le comportement des conseils d'administration de ces fonds d'investissement est cohérent avec un système de rémunération pour lequel il y a une forte corrélation entre la rémunération et les composantes de la performance qui sont sous le contrôle du PDG.

Cependant, d'autres auteurs ont identifié des conditions sous lesquelles un trop grand nombre d'administrateurs indépendants peut ne pas être dans l'intérêt des actionnaires. Ainsi, R. Adams et D. Ferreira suggèrent que s'il y a conflit d'intérêt entre le PDG et le conseil d'administration et que la qualité du travail effectué par le CA dépend de la qualité des informations que lui fournies le PDG (ou la direction de l'entreprise), alors face à un conseil indépendant, le PDG fournira moins d'informations, et

1. M. Jensen, « The modern industrial revolution. Exit and the failure of internal control systems », *Journal of Finance*, 48, 1993, p. 831-880.

2. F. Cornelli, Z. Kominek et A. Ljungqvist, « Monitoring managers : does it matter ? », mimeo, London Business School, 2009.

empêchera donc le CA de prendre des décisions allant dans le sens d'une maximisation de la valeur de l'entreprise¹. Dans une telle situation, un CA trop indépendant et donc peu informé pourrait prendre des décisions moins pertinentes que celles que fournirait un CA moins indépendant mais mieux informé.

Du côté des praticiens, la position de l'AFEP est assez timide et ne donne pas un rôle prépondérant aux administrateurs indépendants dans les conseils d'administration. Ainsi, dans son code de gouvernement d'entreprise, l'AFEP indique que « la part des administrateurs indépendants doit être de la moitié des membres du conseil dans les sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle. Dans les sociétés contrôlées, la part des administrateurs indépendants doit être d'au moins un tiers ».

Ces recommandations sont à comparer de nouveau avec celles d'investisseurs institutionnels tels que le CalPERS qui fait les recommandations suivantes :

- Au minimum, la majorité du conseil d'administration consiste en directeurs qui sont indépendants. Les conseils d'administration doivent s'efforcer de se composer d'une majorité substantielle de directeurs indépendants.
- Le conseil d'administration devrait être présidé par un directeur indépendant. Les rôles de PDG et de président du conseil d'administration ne devraient se combiner que dans des circonstances très limitées.
- Les directeurs indépendants devraient se rencontrer régulièrement (au moins une fois par an) seuls, en séance à huis clos, sans PDG. Le président indépendant ou directeur indépendant présidant le conseil d'administration doit présider cette réunion.

1. R. Adams et D. Ferreira, « Do directors perform for pay ? », *Journal of Accounting and Economics*, 2008, p. 154-171.

On peut raisonnablement penser que de tels critères limitent la possibilité pour le PDG de contrôler le conseil d'administration. Il ne peut donc qu'être conseillé aux entreprises de les appliquer.

Les limites de l'indépendance : les effets de réseaux

Malheureusement, comme l'ont montré des études récentes, imposer des quotas d'administrateurs satisfaisant à tous les critères d'indépendance n'est pas une condition suffisante pour assurer que le conseil d'administration ne sera pas contrôlé par le PDG. L'utilisation de réseaux sociaux peut permettre à un PDG de composer un conseil d'administration bienveillant, même avec une majorité d'administrateurs satisfaisant à tous les critères d'indépendance, y compris ceux liés à l'absence de participation commune à des conseils d'administration.

En France, les réseaux sociaux liés aux études suivies et au parcours professionnel effectué jouent un rôle primordial et la formation initiale conserve une place importante dans le déroulement des carrières. F. Kramarz et D. Thesmar¹ ont montré que les postes de direction des grandes entreprises étaient détenus par des personnes ayant des parcours très semblables (mêmes diplômes, passage par des cabinets ministériels). Dans leur étude, ils ont considéré les réseaux suivants : polytechniciens, anciens fonctionnaires diplômés de l'ENA, anciens fonctionnaires diplômés de l'École polytechnique et polytechniciens n'ayant pas occupé de poste dans la fonction publique. Ces auteurs ont montré que la probabilité d'être nommé au conseil d'administration d'une entreprise est plus élevée lorsque le candidat considéré et le PDG appartiennent au même réseau, et que ce réseau est lié à un passage dans la fonction publique. En revanche, la composition du CA (en termes d'appartenance à des réseaux) n'a aucun impact sur les nominations en son sein. Pour Kramarz et Thesmar

1. F. Kramarz et D. Thesmar, « Social networks in the boardroom », IZA discussion paper, 1940, 2007.

ce résultat est un élément de preuve pour dire que ce sont les PDG qui forment les conseils d'administration.

Ces effets de réseaux ne poseraient pas de problème s'ils n'avaient aucun impact sur la qualité du travail effectué par le CA. Mais ce n'est pas le cas. Ainsi, Kramarz et Thesmar ont montré que les PDG anciens fonctionnaires ont moins tendance à quitter leur poste en cas de mauvaises performances que ceux qui ne sont pas passés par la fonction publique. De plus, ces PDG avec un passé de fonctionnaire ont tendance à accumuler les postes d'administrateur. Or, plus le nombre de postes d'administrateur détenu par ces PDG anciens fonctionnaires est élevé, moins les performances des entreprises qu'ils président sont bonnes, ces résultats suggérant que ces dirigeants sont trop occupés ailleurs pour s'y investir.

Une étude similaire a été effectuée par B. Nguyen sur des réseaux sociaux légèrement différents de ceux de Kramarz et Thesmar¹. Nguyen considère les grandes écoles (ENA, École polytechnique, École des mines, École des ponts et chaussées, École centrale, Supélec, HEC, ESSEC et ESCP), les grands corps (Inspection des finances, Cour des comptes, Mines et Pont-et-Chaussées). Cet auteur observe qu'il existe de manière générale une corrélation négative entre le changement de PDG et les performances des entreprises, suggérant ainsi qu'en moyenne les conseils d'administration des entreprises françaises cotées remplissent correctement leur rôle en ce qui concerne le remplacement des PDG en cas de mauvaises performances. Cependant, quand le PDG et plusieurs membres du conseil d'administration appartiennent au même réseau social, ceux-ci fournissent une double protection au PDG : tout d'abord, celui-ci a moins de chance d'être remplacé en cas de mauvaises performances, et il retrouve ensuite un meilleur poste que la moyenne des dirigeants remerciés par leur conseil

1. B. Nguyen, « Does the rolodex matter ? Corporate elite's small world and the effectiveness of boards of directors », mimeo, The Chinese University of Hong Kong, 2007.

d'administration¹. Ces protections réduisent donc l'intensité de la relation entre rémunération et performance, surtout dans les zones de mauvaises performances.

FONCTIONNEMENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le mode de fonctionnement des conseils d'administration joue également un rôle important dans leur degré d'indépendance vis-à-vis des PDG. La constitution de comités *ad hoc* ayant pour objectif d'étudier certains problèmes spécifiques est une pratique très répandue. En ce qui concerne la rémunération des dirigeants d'entreprise, deux comités sont primordiaux : le comité de rémunération qui choisit le contrat de rémunération du PDG et le comité de nomination qui propose des noms d'administrateur à élire au conseil.

Pour parvenir à une rémunération fortement corrélée à la performance (surtout dans les zones de mauvaises performances), le bon sens suggère que ces comités ne devraient être composés que d'administrateurs indépendants. Mais c'est loin d'être le cas. En France, d'ailleurs, même les recommandations de l'AFEP dans son code de gouvernement d'entreprise ne vont pas dans ce sens. Ainsi cet organisme recommande-t-il que le comité de rémunération ne comporte « aucun dirigeant mandataire social et doit être composé majoritairement d'administrateurs indépendants ». Les recommandations sont encore moins contraignantes en ce qui concerne le comité de nomination, puisqu'elles indiquent que « lorsque le comité de sélection ou de nomination est distinct du comité de rémunération, les recommandations concernant la composition et les modalités de fonctionnement de ce dernier lui sont également applicables. Toutefois,

1. Nguyen considère qu'un PDG retrouve un meilleur travail après avoir été remercié, s'il obtient un poste de PDG dans une entreprise ayant un chiffre d'affaire supérieur à la précédente.

à la différence de ce qui est prévu pour le comité de rémunération, le président en exercice est associé aux travaux du comité de sélection ou de nomination ».

À titre comparatif, il est intéressant de noter que le New York Stock Exchange et le Nasdaq requièrent, pour les entreprises cotées sur ces marchés, que les comités de nomination soient entièrement composés d'administrateurs indépendants¹.

Les effets de la participation des PDG aux comités de nomination ont été étudiés par A. Shivdasani et D. Yermack en ce qui concerne les États-Unis². Lorsque c'est le cas, il a été montré que la proportion d'administrateurs indépendants dans un conseil baisse de 13 %, passant en moyenne de 46 à 33 %. De manière similaire, la probabilité que le conseil d'administration soit indépendant, c'est-à-dire qu'il ait une majorité d'administrateurs indépendants, baisse de 0,55 à 0,28. Ces résultats montrent donc que la participation des PDG aux comités de nomination est un moyen de contrôler leurs conseils d'administration.

RÉMUNÉRATION DES ADMINISTRATEURS

Un moyen supplémentaire d'aligner les intérêts des membres des conseils d'administration avec ceux des actionnaires pourrait être, comme dans le cas des PDG, de les rémunérer sous forme d'actions ou d'options de la société. L'argument en faveur d'un tel système de rémunération est que la valeur de l'entreprise augmente lorsque les administrateurs accomplissent correctement l'ensemble de leurs tâches, y compris le choix du contrat de rémunération du PDG ainsi que les décisions concernant son possible remplacement en cas de mauvaises performances.

1. NYSE Rule 303A.04 et NASDAQ Rule 4350(c)4.

2. A. Shivdasani et D. Yermack, « CEO involvement in the selection of new board members : an empirical analysis », *Journal of Finance*, 54, 1999, p. 1829-1853.

On remarquera également que, du côté des praticiens, la rémunération des administrateurs sous forme de titres représente un point d'accord entre les recommandations de l'AFEP et celles du CalPERS. Ainsi, dans son code de gouvernement d'entreprise, l'AFEP indique, parmi les critères de déontologie, que « l'administrateur doit être actionnaire à titre personnel et posséder un nombre relativement significatif d'actions : à défaut de les détenir lors de son entrée en fonction, il doit utiliser ses jetons de présence à leur acquisition ».

De son côté, le CalPERS recommande que « [...] les rémunérations des administrateurs devraient être un mélange d'argent et d'actions de la société. La propriété d'actions dans la société devrait être exigée des directeurs par le biais de l'obtention et de la propriété continue d'un investissement en actions de la société. Les directives et exigences de détention relatives à la propriété d'actions par les administrateurs annuellement divulguées aux actionnaires. »

L'impact de la rémunération des administrateurs sous forme de titres sur celle des PDG a été étudié aux États-Unis par T. Perry sur un échantillon de près de 1 000 entreprises¹. Perry a ainsi montré que pour les entreprises dont le conseil d'administration est indépendant², la rémunération des administrateurs sous forme de titres augmente la probabilité que le PDG soit remplacé en cas de mauvaises performances. Un des résultats très intéressants de cette étude est la comparaison des probabilités implicites qu'un PDG soit remplacé en fonction de la performance relative de l'entreprise par rapport aux autres entreprises de la même industrie et les caractéristiques du conseil d'administration. Ces résultats sont donnés dans le tableau 2.

1. T. Perry, « Incentive compensation for outside directors and CEO turnover », mimeo, Indiana University, 2000.

2. Dans son étude, Perry considère qu'un conseil d'administration est indépendant si plus de 60 % des administrateurs sont indépendants.

**Tableau 2 – Probabilité de remplacement du PDG
en cas de mauvaises performances**

	Conseil d'administration			
	Non indépendant	Non indépendant	Indépendant	Indépendant
Centile de performance	Pas de rémunération en titres	Rémunération en titres	Pas de rémunération en titres	Rémunération en titres
10 %	0,094	0,15	0,1194	0,1833
25 %	0,093	0,1323	0,1028	0,1435
50 %	0,0926	0,1175	0,0893	0,01138
75 %	0,0915	0,0998	0,0735	0,0826
90 %	0,0899	0,0777	0,0545	0,0505

Ces résultats montrent que lorsque le CA est indépendant et rémunéré sous forme de titres, l'impact de la performance sur la probabilité qu'un PDG soit remplacé est plus important que dans les autres cas (c'est-à-dire un CA non indépendant et/ou pas de rémunération des administrateurs sous forme de titres). Ainsi pour les entreprises les moins performantes (appartenant au premier décile), la probabilité de remplacer le PDG est quasiment multipliée par deux (passant de 9,4 à 18,33 %) entre des entreprises ayant un CA non indépendant et des administrateurs sans rémunération en titres et un CA indépendant dans lequel les administrateurs perçoivent une partie de leur rémunération en titres.

LA TRANSPARENCE DES RÉMUNÉRATIONS ET LE POUVOIR D'INTERVENTION DES ACTIONNAIRES

Un argument régulièrement avancé pour aboutir à une rémunération juste des dirigeants d'entreprise est qu'une plus grande transparence, ou une

obligation de justifier auprès des actionnaires les rémunérations versées et/ou les contrats offerts de rémunération, éviterait des débordements. Cependant, comme le montre l'exemple du Royaume-Uni, informer des actionnaires sans leur donner le pouvoir de s'exprimer sur ces contrats de rémunération n'a que peu d'influence sur les rémunérations.

Au début des années 1990, une réflexion sur la gouvernance d'entreprise a été menée au Royaume-Uni et a donné lieu à deux rapports en 1992 et 1995¹, qui sont à l'origine d'un code de bonne conduite sur la rémunération des dirigeants (Code of Best Practice on Executive Pay) publié en 1995. Ce code prévoit une amélioration de la transparence concernant cette rémunération et a été adopté par une majorité d'entreprises. Il n'a pourtant pas apporté les résultats escomptés puisqu'il n'a eu aucun impact significatif sur la rémunération des dirigeants, notamment sur la sensibilité de cette rémunération à la performance. Devant cet échec, le ministère du Commerce et de l'Industrie a édité en 1999 un texte dans lequel il expliquait que ce sont les actionnaires, et non le gouvernement ou le législateur, qui doivent imposer des contraintes à la rémunération des dirigeants d'entreprise. Ce texte suggère de donner plus de pouvoir d'expression aux actionnaires dans ce domaine en leur imposant un vote consultatif annuel. Fin 2002, la nouvelle législation mise en place prévoyait la publication par les entreprises d'un rapport détaillé sur la rémunération des dirigeants, notamment sur les indemnités en cas de rupture de mandat, sur la rémunération des consultants en rémunération ainsi que leurs autres liens avec l'entreprise, ainsi qu'une déclaration sur la politique de rémunération future de l'entreprise. Elle prévoyait aussi que ce rapport soit soumis à un vote consultatif des actionnaires. Cette réglementation a été reprise

1. « Financial aspects of corporate governance », rapport d'un groupe d'étude présidé par A. Cadbury, 1992 ; « Directors' remuneration », rapport d'un groupe d'étude présidé par R. Greenbury, 1995.

ou est en voie de l'être dans plusieurs pays, notamment en Australie, en Norvège, aux Pays-Bas et en Suède.

Les effets de cette législation ont été analysés par le cabinet de conseil Deloitte¹. Leur étude de 2004 montre que la mise en place de cette réglementation a entraîné la diminution des indemnités de départ mentionnées dans les contrats des PDG ainsi que les procédures de réévaluation de leurs performances en cas de non-atteinte des objectifs fixés. Une seconde étude réalisée par F. Ferri et D. Marber met en évidence qu'après la mise en place de cette réglementation, la sensibilité de la rémunération aux performances opérationnelles et boursières a augmenté, surtout en cas de mauvaises performances².

Ces deux études fournissent donc des résultats cohérents : la mise en place d'une procédure de « *say on pay* » diminue la rémunération des PDG en cas de mauvaises performances et augmente donc la sensibilité de la rémunération à la performance dans les zones de mauvaises performances. Cependant, il convient aussi de signaler qu'aucune de ces deux études n'a mis en évidence que le vote consultatif des actionnaires diminuait la rémunération moyenne des PDG.

1. Cabinet Deloitte, « Report on the impact of the directors' remuneration report regulation », 2004.

2. F. Ferri et D. Marber, « Say on pay vote and CEO compensation : evidence from UK », mimeo, Harvard Business School, 2008.

Conclusion

Les excès récemment observés concernant la rémunération des dirigeants d'entreprise ont conduit une partie de l'opinion (hommes politiques, journalistes...) à souhaiter un encadrement des pratiques dans ce domaine. Cependant, ces excès révèlent avant tout un dysfonctionnement au sein des entreprises, et plus particulièrement au sein des conseils d'administration, qui ont la charge de déterminer la rémunération des dirigeants exécutifs. Car les conseils d'administration ayant attribué les contrats à l'origine de tels abus ont failli dans l'une de leurs missions.

Si des mesures doivent être prises, notamment par le législateur, elles devraient donc avant tout concerner la composition et le fonctionnement desdits conseils. Il serait souhaitable que ces mesures visent en premier lieu à développer l'indépendance des CA vis-à-vis des PDG. Le renforcement du rôle des administrateurs indépendants pourrait être obtenu de la manière suivante :

- en imposant une majorité d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration ;
- en instituant des comités de rémunération et de nomination uniquement composés d'administrateurs indépendants ;
- en adoptant une définition « étroite » de l'administrateur indépendant sur le modèle de celle adoptée par le CalPERS, sans laisser la possibilité de qualifier d'indépendant un administrateur ne satisfaisant pas à l'ensemble des critères.

Cependant, comme l'absence d'indépendance peut prendre des formes plus subtiles, fournir des incitations aux administrateurs alignées sur celles des actionnaires semble également souhaitable. On pourrait donc envisager la mesure suivante : imposer un plancher (en pourcentage de la rémunération totale) de la rémunération versée sous forme de titres de fonds propres, et la conservation de ces titres pour une période de deux ans après la fin du mandat d'administrateur.

Si l'intervention du législateur est souhaitable en matière de gouvernance d'entreprise, c'est principalement qu'il s'agit d'un domaine où l'autorégulation a montré ses limites, comme le prouvent l'exemple anglais et le code de l'AFEP évoqués plus haut. Dans le cas du code de l'AFEP, les recommandations faites contiennent trop « d'échappatoires » permettant aux PDG d'empêcher l'indépendance des conseils d'administration : qualification d'un administrateur d'indépendant même s'il ne satisfait pas à l'ensemble des critères requis, participation possible du PDG au comité de nomination... Et ce n'est pas la mise en place de recommandations du type « *comply or explain* » qui fournit les bonnes incitations, les entreprises pouvant fournir des explications peu convaincantes, comme nous l'avons vu à propos des administrateurs indépendants.

Une telle augmentation du niveau d'indépendance des conseils d'administration devrait fortement réduire l'utilité d'un encadrement des pratiques en ce qui concerne les rémunérations. Si le législateur envisage cependant d'intervenir dans ce domaine, il n'est pas souhaitable que cette intervention aille dans le sens d'une restriction des pratiques. Au contraire, une intervention devrait aller dans le sens d'une plus grande liberté contractuelle dans les entreprises. À ce titre, l'utilisation des stock-options, qui sont potentiellement un instrument de rémunération très flexible, devrait être rendue plus souple en autorisant, notamment, l'utilisation d'options à prix d'exercice variables mais avec un mécanisme de révision du prix d'exercice fixe. De telles options, si elles sont offertes fortement dans la monnaie, permettraient de réduire l'intensité des deux principaux problèmes liés à la rémunération des dirigeants d'entreprise : le manque de sensibilité à la baisse de la rémunération en cas de mauvaises performances ; les effets d'aubaine dus à une augmentation du cours des actions sans que les décisions des dirigeants en soient la cause.

Enfin, un troisième domaine d'intervention pour le législateur concerne la fiscalité à appliquer aux revenus des dirigeants, notamment ceux perçus sous forme d'actions ou d'options et ceux perçus au titre d'indemnité de

départ. Certains des résultats présentés peuvent avoir des implications sur le plan fiscal. Comme l'ont montré les études empiriques de M. Terviö et F. Llense¹, les niveaux de rémunération des dirigeants ne sont pas la résultante d'une rareté des compétences mais de la valeur de marché des entreprises. De ce fait, il n'y a pas lieu de craindre une fuite des compétences suite à une augmentation de la fiscalité de ces très hauts revenus. D'une part, ces compétences n'étant pas rares, le départ de certains dirigeants ne serait pas un problème en France, les partants pouvant être facilement remplacés. D'autre part, si ces compétences ne sont une denrée rare ni en France ni aux États-Unis, c'est aussi probablement le cas dans les autres pays. Si certains souhaitaient quitter la France à cause de la fiscalité, il n'est pas sûr qu'ils retrouveraient un poste équivalent ailleurs. Ce qui devrait donc limiter leur volonté de partir. Même si l'on pense que la théorie des incitations, plutôt qu'une théorie d'allocation des compétences, explique les niveaux de rémunération des PDG, un contrat de rémunération incitatif n'a pas pour objet, dans le cas d'un PDG, de l'inciter à travailler plus (c'est une fonction où l'on travaille de toutes façons beaucoup), mais de l'inciter à travailler différemment, en faisant passer ses intérêts personnels après ceux de l'entreprise. Dans une telle situation, une politique fiscale plus pénalisante pour les hauts revenus ne devrait avoir qu'un faible impact sur les incitations.

Nous ne prétendons pas que la mise en place des mesures présentées ici réglerait tous les problèmes liés à la rémunération des dirigeants d'entreprise. Il y aura toujours des abus. Cependant, on peut espérer que de tels abus diminueraient alors de manière significative.

1. M. Terviö, « The difference that CEOs make : an assignment model approach », art. cité ; F. Llense, « Rémunérations des PDG français : les actionnaires peuvent-ils souhaiter un plafonnement ? », *Revue économique*, 60, 2009, p. 767-776.

Annexe

Tableau 3 – Relation entre rémunération et performances de l'entreprise en fonction du type d'instrument de fonds propres utilisé

Cours action	Prix d'exercice	Salaire de base		Rendements		Rémunération totale	
		Avec options	Avec actions	Indice	Action	Options	Actions
100,00	100,00	200,00	100,00	10 %	12 %	202,00	212,00
100,00	100,00	200,00	100,00	10 %	8 %	200,00	208,00
100,00	100,00	200,00	100,00	-10 %	-12 %	200,00	188,00
100,00	100,00	200,00	100,00	-10 %	-8 %	202,00	192,00
100,00	90,91	190,91	100,00	10 %	12 %	202,91	212,00
100,00	90,91	190,91	100,00	10 %	8 %	198,91	208,00
100,00	90,91	190,91	100,00	-10 %	-12 %	197,09	188,00
100,00	90,91	190,91	100,00	-10 %	-8 %	201,09	192,00
100,00	83,33	183,33	100,00	10 %	12 %	203,67	212,00
100,00	83,33	183,33	100,00	10 %	8 %	199,67	208,00
100,00	83,33	183,33	100,00	-10 %	-12 %	196,33	188,00
100,00	83,33	183,33	100,00	-10 %	-8 %	200,33	192,00
100,00	76,92	176,92	100,00	10 %	12 %	204,31	212,00
100,00	76,92	176,92	100,00	10 %	8 %	200,31	208,00
100,00	76,92	176,92	100,00	-10 %	-12 %	195,69	188,00
100,00	76,92	176,92	100,00	-10 %	-8 %	199,69	192,00

Variations du cours de l'indice : +10 ou -10 %.

Variations des performances spécifiques : +2 ou -2 %.

Tableau 4 – Relation entre rémunération et performances de l'entreprise en fonction du type d'instrument de fonds propres utilisé

Cours action	Prix d'exercice	Salaire de base		Rendements		Rémunération totale	
		Avec options	Avec actions	Indice	Action	options	Actions
100,00	100,00	200,00	100,00	5 %	10 %	205,00	210,00
100,00	100,00	200,00	100,00	5 %	0 %	200,00	200,00
100,00	100,00	200,00	100,00	-5 %	-10 %	200,00	190,00
100,00	100,00	200,00	100,00	-5 %	0 %	205,00	200,00
100,00	90,91	190,91	100,00	5 %	10 %	205,45	210,00
100,00	90,91	190,91	100,00	5 %	0 %	195,45	200,00
100,00	90,91	190,91	100,00	-5 %	-10 %	194,55	190,00
100,00	90,91	190,91	100,00	-5 %	0 %	204,55	200,00
100,00	83,33	183,33	100,00	5 %	10 %	205,83	210,00
100,00	83,33	183,33	100,00	5 %	0 %	195,83	200,00
100,00	83,33	183,33	100,00	-5 %	-10 %	194,17	190,00
100,00	83,33	183,33	100,00	-5 %	0 %	204,17	200,00
100,00	76,92	176,92	100,00	5 %	10 %	206,15	210,00
100,00	76,92	176,92	100,00	5 %	0 %	196,15	200,00
100,00	76,92	176,92	100,00	-5 %	-10 %	193,85	190,00
100,00	76,92	176,92	100,00	-5 %	0 %	203,85	200,00

Variations du cours de l'indice : +5 ou -5 %.

Variations des performances spécifiques : +5 ou -5 %.

Tableau 5 – Relation entre rémunération et performances de l'entreprise en fonction du type d'instrument de fonds propres utilisé

Cours action	Prix d'exercice	Salaire de base		Rendements		Rémunération totale	
		Avec options	Avec actions	Indice	Action	options	Actions
100,00	100,00	200,00	100,00	2 %	12 %	210,00	212,00
100,00	100,00	200,00	100,00	2 %	- 8 %	200,00	192,00
100,00	100,00	200,00	100,00	-2 %	-12 %	200,00	188,00
100,00	100,00	200,00	100,00	-2 %	8 %	210,00	208,00
100,00	90,91	190,91	100,00	2 %	12 %	210,18	212,00
100,00	90,91	190,91	100,00	2 %	- 8 %	190,91	192,00
100,00	90,91	190,91	100,00	-2 %	-12 %	190,91	188,00
100,00	90,91	190,91	100,00	-2 %	8 %	209,82	208,00
100,00	83,33	183,33	100,00	2 %	12 %	210,33	212,00
100,00	83,33	183,33	100,00	2 %	- 8 %	190,33	192,00
100,00	83,33	183,33	100,00	-2 %	-12 %	189,67	188,00
100,00	83,33	183,33	100,00	-2 %	8 %	209,67	208,00
100,00	76,92	176,92	100,00	2 %	12 %	210,46	212,00
100,00	76,92	176,92	100,00	2 %	- 8 %	190,46	192,00
100,00	76,92	176,92	100,00	-2 %	-12 %	189,54	188,00
100,00	76,92	176,92	100,00	-2 %	8 %	209,54	208,00

Variations du cours de l'indice : +2 ou -2 %.

Variations des performances spécifiques : +10 ou -10 %.

ORGANIGRAMME DU CEPREMAP

Direction

Président : Jean-Pierre Jouyet

Directeur : Daniel Cohen

Directeur adjoint : Philippe Askenazy

Directeurs de programme

Programme 1 – La politique macroéconomique en économie ouverte

Yann Algan

Philippe Martin

Xavier Ragot

Programme 2 – Travail et emploi

Ève Caroli

Andrew Clark

Gilles Saint-Paul

Programme 3 – Économie publique et redistribution

Brigitte Dormont

Claudia Senik

Karine Van Der Straeten

Programme 4 – Marchés, firmes et politique de la concurrence

Gabrielle Demange

Anne Perrot

Jérôme Pouyet

Programme 5 – Commerce international et développement

Marc Gurgand

Sylvie Lambert

Thierry Mayer

Mise en pages
TyPAO sarl
75011 Paris

Imprimerie Jouve
N° d'impression : *****
Dépôt légal : janvier 2011