

H.R. 3269 : la réaction des parlementaires américains en matière de rémunération des dirigeants

1. Les multiples propositions sur le thème de la rémunération des dirigeants de sociétés, qu'il s'agisse de textes législatifs ou règlementaires¹, de rapports parlementaires², d'études émanant de l'Autorité des marchés financiers (AMF)³ ou encore, de recommandations d'organisations professionnelles entretenant des liens ténus avec les marchés financiers⁴, traduisent le caractère insatisfaisant de la situation actuelle⁵. En écho aux discussions françaises, les Etats-Unis sont également le témoin de débats intenses dans les milieux universitaires, professionnels et politiques sur ce qu'implique une rémunération juste des dirigeants d'entreprises.

2. En vertu du principe de « *director primacy* » prévalant en droit américain des sociétés, le système a longtemps prôné la liberté du conseil d'administration dans la fixation de la rémunération⁶. Ainsi, les professeurs Bebchuk et Fried dénonçaient dès 2004 le pouvoir des dirigeants dans le processus de détermination de leur rémunération et la faiblesse corrélative du contre-pouvoir que constituaient les actionnaires⁷. Toutefois, les difficultés financières qui affectent aujourd'hui l'ensemble des acteurs du système économique à l'échelon mondial

¹ Par exemple : décret n°2009-348 du 30 mars 2009 relatif aux conditions de rémunération des dirigeants des entreprises aidées par l'État ou bénéficiant du soutien de l'État, loi n°2008-1258 du 3 décembre 2008 sur les revenus du travail, loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat n°2007-1223 du 21 août 2007, loi n°2006-1770 du 30 décembre 2006 pour le développement de l'actionnariat salarié, loi pour la confiance et la modernisation de l'économie n°2005-842 du 26 juillet 2005, loi de sécurité financière n°2003-706 du 1^{er} août 2003, la loi n°2002-1303 du 29 octobre 2002, loi sur les nouvelles régulations économiques n°2001-420 du 15 mai 2001.

² « Rapport d'information sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et des opérateurs de marchés », Rapport présenté par M. Philippe Houillon, Assemblée nationale n°1798, 7 juillet 2009, consultable au lien suivant : <http://www.assemblee-nationale.fr/13/rap-info/i1798.asp>.

³ En dernier lieu : AMF, « Rapport de l'AMF sur les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées et sur la mise en oeuvre des recommandations AFEP/MEDEF », 9 juillet 2009, consultable au lien suivant : http://www.amf-france.org/documents/general/9021_1.pdf.

⁴ Afep-MEDEF, « Recommandations sur la rémunération des dirigeants et mandataires sociaux », octobre 2008 ; Afep-MEDEF, « Recommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés cotées », janvier 2007.

⁵ Récemment : Y. Paclot, « Les rémunérations des dirigeants toujours sous les feux de l'actualité », *R.D.B.F.*, juillet-août 2009, n°4, p.1. Voir aussi les dossiers consacrés à la rémunération des dirigeants de sociétés publiés au *Bulletin Joly Sociétés* (« Les rémunérations et avantages des dirigeants sociaux : du classique renouvelé et du nouveau revisité », *Bull. Joly*, 2008, n°6, p.513 et s.) et au *Journal des sociétés* (« Dossier La rémunération des dirigeants », *Journal des sociétés*, décembre 2007, n°49, p.30 et s.).

⁶ S. M. Bainbridge. « Remarks on Say on Pay: an unjustified incursion on director authority », *UCLA School of Law Research Paper No. 08-06*, 2008, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1101688>.

⁷ L. A. Bebchuk and J. Fried, « Pay Without Performance : The Unfulfilled Promise of Executive Compensation », Harvard University Press, 2004, *spéc.* p.45 et s. En faveur d'une augmentation du pouvoir des actionnaires : L. A. Bebchuk, « The Case for Increasing Shareholder Power ». *Harvard Law Review*, 2005, Vol. 118, p.835.

amènent à déterminer une nouvelle répartition du pouvoir au sein des entreprises⁸. Par une proposition de loi introduite devant la Chambre des représentants le 21 juillet 2009⁹, les parlementaires américains réagissent fermement et souhaitent modifier le *Securities and Exchange Act of 1934*. Au travers du *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009*, le législateur recommande que les actionnaires votent désormais sur la rémunération des dirigeants¹⁰, que des précisions soient apportées concernant la composition et la mission du comité de rémunération¹¹ et que les pratiques des institutions financières relatives aux rémunérations incitatives soient amendées pour éviter les conséquences négatives dont la crise a été à l'origine.

3. Tout d'abord, il est envisagé de changer la *Section 14* du *Securities Exchange Act of 1934* afin que les actionnaires puissent s'exprimer sur la rémunération des dirigeants. En effet, les procurations envoyées aux actionnaires au moment de la convocation à l'assemblée générale doivent permettre à ces derniers de se prononcer, de manière séparée, sur la rémunération des dirigeants sociaux¹². Ce vote des actionnaires doit être « éclairé », le texte proposé rappelant les obligations de divulgation dont bénéficient les actionnaires (transmission du rapport du comité de rémunération, du *compensation discussion and analysis*, de tableaux et de tout élément important ayant trait à la rémunération)¹³. En parallèle, les parlementaires américains se préoccupent du thème des parachutes dorés. En premier lieu, le *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009* impose une information accrue. Toute

⁸ Si des projets pour instituer un vote consultatif des actionnaires en matière de rémunération ont déjà été déposés aux Etats-Unis par le passé sans aboutir à des réformes (la Chambre des représentants a proposé dès 2007 d'amender le *Securities Exchange Act of 1934*), le contexte politique et social semble favorable à une évolution du cadre réglementaire. A l'occasion de l'adoption, le 3 octobre 2008, de l'*Emergency Economic Stabilization Act of 2008* (Pub. L. No. 110-343, §111) destinée notamment à permettre le rachat par l'État fédéral de créances douteuses détenues par les banques américaines, le Congrès a prévu que les dirigeants des établissements bénéficiaires de cette aide publique ne pouvaient prétendre à des parachutes dorés en cas de faute avérées. En outre, l'*American Recovery and Reinvestment Act* (Pub. L. No. 111-5, §7001 (2009)) qui a modifié l'*Emergency Economic Stabilization Act of 2008* fait référence au vote consultatif des actionnaires dans sa Section 111(e). Voir : Treasury Interim Final Rule, « TARP Standards for Compensation and Corporate Governance », 74 Fed. Reg. 28,394 (June 15, 2009) et SEC Proposed Rule, « Shareholder Approval of Executive Compensation of TARP Recipients », 74 Fed. Reg. 32,474 (July 8, 2009).

⁹ « Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009 », 111th Congress, 1st Session, H.R. 3269, House of representatives, July 21, 2009 (consultable au lien suivant : <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/D?c111:1:/temp/~c111QaQfAL:>). Le Sénat s'est prononcé sur ce projet le 3 août 2009 (consultable au lien suivant : <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/D?c111:4:/temp/~c111suPuYI:>) et le texte législatif est en cours de discussion.

¹⁰ 15 U.S.C. 78n.

¹¹ 15 U.S.C. 78f.

¹² Le *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009* se révèle proche des pistes développées dans le *Shareholder Bill of Rights Act of 2009* (S. 1074) introduit devant le Sénat en mai 2009 par le sénateur Charles Schumer de New-York.

¹³ Section 2(i)(1) du projet de *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009*.

personne sollicitant une procuration pour l'assemblée générale annuelle (ou toute assemblée extraordinaire) qui doit se prononcer sur l'acquisition, la fusion, la consolidation de l'entreprise ou encore, qui propose une vente ou qui affecte les biens d'un émetteur, se voit contrainte de divulguer des informations relatives à la rémunération dont il pourrait bénéficier. En conséquence, tout accord passé avec l'un des dirigeants de l'émetteur (ou de l'acquéreur) et qui aurait pour objet une rémunération en lien avec l'une des opérations évoquées ci-dessus doit être rendu public, lorsque ces données ne sont pas divulguées aux actionnaires dans le cadre de l'exercice de leur vote annuel. De plus, le texte préconise que la rémunération divulguée (qu'elle ait un caractère immédiat ou différé) le soit de la façon la plus complète possible et comprenne les conditions qui sous-tendent son versement. En deuxième lieu, le *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009* enjoint l'instauration d'un vote séparé des actionnaires sur de tels accords et de telles rémunérations¹⁴. Par ailleurs, dans l'hypothèse où les gestionnaires d'actifs n'y seraient pas contraints par une autre disposition, il est prévu d'imposer à la charge de ceux-ci la divulgation sur la manière dont ils ont voté relativement à la rémunération des dirigeants et aux parachutes dorés¹⁵.

Ensuite, une nouvelle section (Section 10B) est ajoutée au *Securities and Exchange Act of 1934* pour renforcer les standards en matière de comité de rémunération. Tous les membres d'un tel comité doivent être indépendants, c'est-à-dire, « (...) *may not, other than in his or her capacity as member of the compensation committee, the board of directors, or any other board committee, accept any consulting, advisory, or other compensatory fee from the issuer* »¹⁶. Dans ses relations avec les consultants en rémunération, le *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009* indique qu'il appartient au comité de rémunération d'obtenir l'opinion de tels consultants¹⁷ qui doivent mener leur mission de manière indépendante par rapport à la direction de l'entreprise¹⁸. Sans avoir l'obligation de suivre l'avis des consultants, le comité de rémunération demeure responsable de la rémunération des consultants et doit contrôler leur travail¹⁹. Le *Corporate and Financial*

¹⁴ Section 2(i)(2) du projet de *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009*.

¹⁵ Section 2(i)(3) du projet de *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009*.

¹⁶ Section 10B(b)(2) du projet de *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009*.

¹⁷ Section 10B(d)(1) et section 10B(e) du projet de *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009*.

¹⁸ Section 10B(c) du projet de *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009*.

¹⁹ Section 10B(d)(1) et section 10B(e) du projet de *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009*.

Institution Compensation Fairness Act of 2009 étend également la transparence, puisque toute procuration pour l'assemblée générale annuelle (ou toute assemblée extraordinaire) devra faire savoir si le comité de rémunération a retenu les conseils de consultants indépendants²⁰. La Section 10B(f) impose *ad fine* que l'entreprise fournisse des fonds au comité de rémunération afin de payer les consultants ou, les conseillers en rémunération.

Le dernier axe de l'initiative américaine vise à contrecarrer les effets pervers des rémunérations incitatives. Le législateur cherche à renforcer la divulgation en matière de rémunération incitative des institutions financières définies à la Section 4(d)(2) du *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009*²¹. Plus précisément, l'information doit permettre de vérifier que la structure de ce type de rémunération est alignée avec le risque assumé par la direction, appréhende l'horizon temporel des risques et offre l'opportunité de réduire les incitations déraisonnables qui menacent la sécurité de l'institution ou produisent des effets négatifs sur les conditions économiques ou la stabilité financière. Toutefois, cette divulgation ne s'impose pas en l'absence de prévision de versement d'une rémunération incitative et ne comprend pas celle relative à la rémunération individuelle des dirigeants²². En plus d'asseoir la transparence, le *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009* appelle le régulateur national à interdire certaines formes de rémunération incitative dès lors que celles-ci favoriseraient la survenance d'un risque inapproprié²³. Enfin, les parlementaires américains requièrent que le contrôleur général publie un rapport remis au Congrès, dans le délai d'une année, qui s'assure du lien entre les structures de rémunération utilisées de 2000 à 2008 par les entreprises (notamment celles aidées dans le cadre du *Troubled Asset Relief Program*) et les risques excessifs qu'auraient prises ces dernières²⁴.

4. Au regard du rôle crucial de la rémunération dans la gestion efficiente des entreprises, cette proposition de réforme réglementaire n'est pas négligeable. La rémunération est au cœur des

²⁰ Section 10B(d)(2) du projet de *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009*.

²¹ Section 4(a) du projet de *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009*.

²² Les institutions financières dont les actifs sont inférieurs à 1 milliard de dollars ne sont pas soumises aux exigences de transparence.

²³ Section 4(e) du projet de *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009*. Cette intervention doit intervenir dans un délai de neuf mois à compter de l'adoption de ce texte.

²⁴ Section 4(g)(1) du projet de *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009*.

problèmes d'agence²⁵ qui sont le socle, en Amérique du Nord, de l'analyse économique de la société par actions²⁶ et de la théorie de la gouvernance d'entreprise²⁷. En effet, la rémunération des dirigeants est un instrument d'incitation réduisant l'un des coûts de dysfonctionnement des entreprises (coût de dédouanement)²⁸. De plus, cette réforme esquisse un nouveau paysage en termes de *corporate governance* en consacrant l'avancée de la notion de démocratie actionnariale²⁹. Le vote (et, corrélativement, le concept de mandat) apparaît dorénavant comme la clé du fonctionnement moderne de la société³⁰, observation qui prend d'autant plus d'importance qu'un retour de l'actionnaire³¹ qui n'hésite pas à contester la gestion de la société et à mener des batailles de procurations est observé³². Au-delà des luttes

²⁵ E. F. Fama, « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, 1980, Vol. 88, n°2, p.288 ; M. C. Jensen and W. H. Meckling, « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 1976, Vol. 3, October, p.305.

²⁶ Selon cette grille de lecture, le dirigeant est un agent des actionnaires qui doit faire évoluer la valeur des actifs. Pour accroître la valeur de marché des actifs des actionnaires, il convient alors d'aligner l'intérêt des dirigeants sur celui des actionnaires ce qui se réalise par la mise en place d'une politique de rémunération adéquate et, notamment, l'octroi d'options d'achat d'actions (R. Pérez, « La gouvernance de l'entreprise », La Découverte, 2003, *spéc.* p.57).

²⁷ Contestant ce fondement : P. Wirtz, « Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise », La Découverte, 2008 ; « Gouvernance des entreprises : nouvelles perspectives », G. Charreaux et P. Wirtz (dir.), *Economica*, 2006 ; M. Huse, « Boards, Governance and Value Creation : The Human Side of Corporate Governance », Cambridge University Press, 2006 ; T. Donaldson and L. E. Preston, « A Stakeholder Theory of the Corporation : Concepts, Evidence and Implications », *Academy of Management Review*, Vol. 20, n°1, 1995, p.65 ; E. Freeman, « Strategic Management : A Stakeholder Approach », MA : Pittman Press, 1983. Voir également : B. Pigé, « Gouvernance, contrôle et audit des organisations », *Economica*, 2008, *spéc.* p.82 (cet auteur met en avant les multiples modèles économiques sous-jacents à la rémunération des dirigeants et souligne ses fondements philosophiques).

²⁸ J. Caby et G. Hirigoyen, « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise », *Economica*, 2005, *spéc.* p.66 et s.

²⁹ Cette avancée correspond à l'évolution intrinsèque des modèles de gouvernance d'entreprise déployés au cours du XIX^e siècle : P.-Y. Gomez and H. Korine, « Entrepreneurs and Democracy : A Political Theory of Corporate Governance », Cambridge University Press, 2008, *spéc.* p.218 et s.

³⁰ A. Tunc, « Le droit anglais des sociétés anonymes », *Economica*, 1997, *spéc.* p.226, n°138.

³¹ S. L'Hélias, « Le retour de l'actionnaire », Gualino, 1997. En France, la pression monte pour que plus de pouvoir soit reconnu en faveur des actionnaires. Des députés et des associations qui se chargent de leur défense ont proposé différentes pistes ces derniers mois. Principale d'entre elles, le vote en assemblée générale sur la rémunération des patrons. Dans le cadre des sociétés cotées, ce retour de l'actionnaire s'explique par la montée en puissance de nouveaux acteurs financiers désignés comme les investisseurs institutionnels (OPCVM, assurance, fonds de retraite). Voir : H. Poissonnier, « La gouvernance d'entreprise, une notion en évolution », dans *Un monde d'entreprises : Rapport Anteios 2009*, D. Colle (dir.), P.U.F., 2009, p.167, *spéc.* p.174 et s. ; P. Merle, « Droit commercial : Sociétés commerciales », Dalloz, 2008, *spéc.* p.284, n°249 ; P. Bissara, R. Foy et A. de Vauplane, « Droit et pratique de la gouvernance des sociétés cotées », *Joly*, 2007, *spéc.* p.7 ; I. Parachkévova, « Le pouvoir de l'investisseur dans la société cotée », *L.G.D.J.*, 2005 ; P. Bissara, « Les mutations de l'actionariat et le fonctionnement des sociétés cotées », dans *Mélanges D. Schmidt*, *Joly*, 2005, p.61 ; M. Stork, « Gouvernement d'entreprise et gestion collective », dans *Etudes offertes à J. Béguin*, Litec, 2005 ; L. Batsch, « Le capitalisme financier », La Découverte, 2002, *spéc.* p.12 et s. ; P. Bissara, « L'influence de la professionnalisation de l'actionariat des sociétés cotées sur le fonctionnement de ces dernières », dans *Mélanges M. Vasseur*, *Revue Banque*, 2000. Pour des données statistiques : AMF, « Cartographie 2007 des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne », *Risques et tendances*, janvier 2007, n°1.

³² J. Charkham, « Keeping Better Company : Corporate Governance Ten Years On », Oxford University Press, 2005, *spéc.* p.262 (cet auteur avance le chiffre moyen de vingt-cinq batailles de procuration par année depuis 1977).

affectant le contrôle des entreprises, cette orientation de la gouvernance d'entreprise choisie par les parlementaires trouve une légitimité dans les résultats d'études académiques récentes soulignant l'apport du « *Say on pay* » en matière de contrôle des rémunérations³³. *In fine*, cette proposition législative est en droite ligne d'autres initiatives³⁴ et confirme la redéfinition du capitalisme qui semble se produire aux Etats-Unis³⁵, redéfinition qui se traduit en l'espèce par un accroissement du pouvoir des actionnaires.

5. En dépit des aspects positifs dont le *Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009* est la source, des critiques demeurent dépassant celle liée à la nature informationnelle du pouvoir octroyé aux actionnaires en matière de rémunération de la direction. Premièrement, était-il opportun de se focaliser sur les seuls actionnaires sans travailler davantage à l'émergence d'une démocratie économique³⁶ ? La question reste entière de savoir si les actionnaires vont se saisir de ces pouvoirs qui leur sont accordés³⁷, ce qui n'est

³³ F. Ferri and D. A. Maber, « Say on Pay Votes and CEO Compensation : Evidence from the UK », June 15, 2009, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1420394>. Confirmant l'impact du vote des actionnaires sur les pratiques de gouvernance du conseil d'administration : Y. Ertimur, F. Ferri and S. Stubben, « Board of Directors' Responsiveness to Shareholders: Evidence from Shareholder Proposals », 2009, *Journal of Corporate Finance*, (à paraître), consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1106375> ; J. Cai, J. Garner and R. Walkling, « Electing Directors ». November 6, 2008, *Journal of Finance* (à paraître), consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1101924> ; D. Del Guercio, L. Seery and T. Woidtke, « Do Boards Pay Attention When Institutional Investors "Just Vote No" ? », *Journal of Financial Economics*, 2008, Vol. 90, p.84 ; R. Thomas and F. Cotter, « Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response and Market Reaction ». *Journal of Corporate Finance*, 2007, Vol. 13, p.368.

³⁴ Au cours de l'été 2009, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a proposé une modification des règles du *Securities Exchange Act of 1934*, du *Securities Act of 1933*, de l'*Investment Company Act of 1940* en vue de renforcer la transparence dans le domaine de la rémunération (SEC, « Proxy Disclosure and Solicitation Enhancements », 17 CFR Parts 229, 239, 240, 249, 270 and 274, Release NOS. 33-9052; 34-60280 ; IC-28817 ; File No. S7-13-09, July 10, 2009). Quelques temps auparavant, le Président américain et son Secrétaire au Trésor avaient décidé de plafonner la rémunération liquide (c'est-à-dire hors titres, eux-mêmes gelés jusqu'au remboursement des aides) des dirigeants d'établissements bénéficiant du concours de l'État fédéral à 500 000 dollars.

³⁵ P. Atkins, « U.S. Corporate Governance Today : A Reshaping of Capitalism », July 29, 2009, *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2009, consultable au lien suivant : <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2009/07/29/us-corporate-governance-today-a-reshaping-of-capitalism/>.

³⁶ Constatant l'échec de la souveraineté actionnariale aux Etats-Unis, M. Aglietta et M. Reberieux défendent l'idée d'une démocratie économique faisant une place accrue aux salariés dans les structures décisionnelles de l'entreprise (M. Aglietta et A. Reberieux, « Dérives du capitalisme financier », Albin Michel, 2004, *spéc.* p.340 et s.). Proche, M. Deakin relève que « (...) *corporate governance must no longer confine its analysis to the relationship between managers, boards and shareholders* » (S. Deakin, « After Enron : An Age of Enlightenment ? », *Organisation*, 2003, Vol. 10, n°3, p.583).

³⁷ Se montrant réservés : J. E. Bachelder, « Proposed Pay Reform Rules Raise Questions », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, September 12, 2009 ; S. C. Y. Wong, « Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, July 16, 2009, consultable au lien suivant : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1409370 ; S. M. Bainbridge, « The New Corporate Governance in Theory and Practice », Oxford University Press, 2008, *spéc.* p.225 et s. Critiquant cette tendance à restituer l'entreprise à ses propriétaires qu'il nomme la « *restauration* » : H. Mintzberg, « Pouvoir et gouvernement d'entreprise », Éditions d'Organisation, 2004, *spéc.* p.187 et s.

pas une évidence au regard non seulement de la technostructure qu'est devenue la société³⁸ mais encore des faits démontrant le maintien d'un niveau élevé de rémunérations en 2009 malgré un contexte économique difficile³⁹. Deuxièmement, ne convenait-il pas de développer une réflexion pour renforcer le rôle du « *premier responsable* »⁴⁰ qu'est le conseil d'administration, dans la détermination de la rémunération des dirigeants⁴¹ ? Troisièmement, ne fallait-il pas bâtir des principes liant plus ouvertement accroissement de valeur de l'entreprise sur le long terme⁴² et rémunération des dirigeants et ce, dans le but d'enrichir dans cette optique l'initiative du législateur qui s'inscrit au final dans des objectifs d'alignement des intérêts des dirigeants et des actionnaires et de divulgation ? Enfin, le gouvernement américain, sous couvert d'un grand dessein moralisateur, ne devrait-il pas se montrer prudent afin de ne pas remettre en cause des principes de gouvernance qu'il a contribué à mettre en place sous peine de multiplier les effets pervers⁴³ ?

Ivan Tchotourian
Maître de conférences (Université de Nantes)

³⁸ J. K. Galbraith, « Le nouvel état industriel », Gallimard, 1979, *spéc.* chapitre VIII, p.129.

³⁹ « La paie des grands patrons américains résiste à la crise », *Les Echos*, 29 septembre 2009, p.30 ; « Recul limité de la rémunération des patrons américains », *Les Echos*, 6 avril 2009, p.27. Dressant un bilan similaire en France : L. Faugerolas, « AG 2009 : des parachutes dorés encore bien accrochés », *Les Echos*, 17 septembre 2009, p.17 ; M. Rosemain, « Rémunération des grands patrons : les « package » insensibles à la crise », *Les Echos*, 5 juin 2009, p.30 ; C. de la Marnierre, « Pas de « mai 68 » pour les AG ... », *La Lettre de l'AFGE*, n°19, septembre/octobre 2008, p.15. *Contra.* : Y. Ertimur, V. Muslu and F. Ferri, « Shareholder Activism and CEO Pay », August 15, 2009, consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1443455> (ces auteurs démontrent l'impact du vote des actionnaires sur la diminution de la rémunération excessive des dirigeants d'entreprise).

⁴⁰ « Le conseil d'administration, premier responsable », *Les Echos*, 24 avril 2009, p.28.

⁴¹ J. F. Olson, « The Need of a Principled Approach to Compensation Reform », *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, August 22, 2009, consultable au lien suivant : <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2009/08/22/the-need-for-a-principled-approach-to-compensation-reform/#more-3326>.

⁴² S'exprimant récemment en faveur du long terme dans la rémunération : « Of Banks and Bonuses », *New York Times*, Editorial, July 27, 2009, p.A20 ; L. A. Bebchuk and H. Spamann, « Regulating Bankers' Pay », *Georgetown Law Journal* (à paraître en 2009), consultable au lien suivant : <http://ssrn.com/abstract=1410072>. Dès 2004, l'Organisation de coopération et développement économiques (OCDE) émettait le vœu d'aligner la rémunération des dirigeants sociaux sur les intérêts à long terme de la société (OCDE, « Principes de gouvernement d'entreprise », 2004, *spéc.* p.67 et s.). En Europe, le forum européen du gouvernement d'entreprise a souligné la nécessité que les rémunérations promeuvent l'intérêt de l'entreprise dans le long terme (European Union Corporate Governance Forum, « Statement of the European Corporate Governance Forum on Director Remuneration », March 23, 2009). En France, l'Institut Montaigne (et également l'Institut Français des Administrateurs : « *Vade Mecum* à destination de ses membres pour l'application des recommandations Afep/MEDEF sur la rémunération des mandataires sociaux de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé », février 2009) recommande de prendre en compte les objectifs de long terme de l'entreprise dans la rémunération des dirigeants (Institut Montaigne, « Mieux gouverner l'entreprise », 2003).

⁴³ P. Atkins, « U.S. Corporate Governance Today : A Follow-up Discussion », August 10, 2009, *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2009, consultable au lien suivant : <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2009/08/10/us-corporate-governance-today-follow-up-discussion/#more-3239>. Pour une observation similaire en France : N. Molfessis et P. Sayer, « La rémunération des patrons à l'épreuve de la loi », *Les Echos*, 26 mars 2009, p.11.

Membre de l'I.R.D.P. (Université de Nantes) et du C.R.D.F. (Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne)