

## Une décennie d'excès des dirigeants en matière de rémunération Repenser la répartition des pouvoirs dans l'entreprise : une solution *per se* porteuse de risques\*

Ivan TCHOTOURIAN

Maître de conférences (Université de Nantes)

Membre de l'I.R.D.P. (E.A. 1166, Université de Nantes)

Chercheur associé à Sorbonne-Finance (Université Paris 1-Panthéon Sorbonne) et à la Chaire en  
gouvernance et droit des affaires (Université de Montréal)

Ancien titulaire de la Bourse de recherche Lavoisier EGIDE

Courriel : [ivan.tchotourian@univ-nantes.fr](mailto:ivan.tchotourian@univ-nantes.fr)

1<sup>ère</sup> version

(Merci de citer ce papier en respectant la référence Papyrus)

**Résumé :** « *Be the change you want to see in the world [of compensation]* »\*\*. Le thème de la rémunération des dirigeants d'entreprises cotées appelle à de profonds changements en raison des scandales et des déséquilibres sociaux dont elle est la cause. Face aux errements d'une entreprise managériale financiarisée, la démocratie actionnariale est souvent présentée comme la solution. En responsabilisant la cité des actionnaires, voie dans laquelle se sont engouffrés certains pays industrialisés et dont le *Say on pay* n'est qu'une illustration, il est attendu une moralisation des pratiques et un retour au raisonnable. Si cette réflexion d'un basculement dans la répartition des pouvoirs a incontestablement ses mérites, elle est insuffisante, parcellaire et porteuse de risques comme nous le démontrons dans ce papier. Il faut aller bien au-delà et mettre en place un nouvel équilibre des normes, des structures, des intérêts et des comportements et ce, au plan international. Ce n'est qu'à cette condition que les abus entourant la rémunération des dirigeants seront traités de manière pertinente et prendront, peut-être, fin ... *Dies albo natanda lapillo*\*\*\*.

**Mots-clés :** Gouvernance d'entreprise, rémunération des dirigeants, pouvoir décisionnel, actionnaires, démocratie, insuffisances, autre solution, équilibre, France, Droit comparé.

**Abstract:** « *Be the change you want to see in the world [of compensation]* »\*\*. The problematic of director's compensation in corporations is source of scandals and debates in public opinion, and must involve profound mutation. One of the most discussed solutions is currently to reinforce the power of shareholders in corporate governance. Shareholder's democracy is presented as the solution by experts and numerous of academics now. Through a more implication of shareholders, choice of several countries, regulators hope to get a reasonable level in compensation. This proposition has without any doubt positive aspects. But, our paper demonstrates that limiting the reflection to the shareholder's democracy is inadequate and risky. In our point of view, the only relevant solution implies to build a new international equilibrium in rules, structures, interests and behaviours. This future equilibrium is the *sine qua none* condition to put a stop to the abuses in compensation's practical ... *Dies albo natanda lapillo*\*\*\*.

**Key Words:** Corporate governance, compensation, decision, power, shareholders, democracy, inadequacy, different solution, equilibrium, France, Comparison.

\* Cet article est la version préliminaire d'un chapitre de livre qui sera publié en 2011 aux éditions L.G.D.J. dans la collection Droit des affaires. Cette synthèse est extraite du colloque international du Réseau « Droit, Entreprises et Risques » qui s'est tenu à l'université de Nantes le 10 mars 2011.

\*\* Nous nous inspirons d'un discours de Gandhi.

\*\*\* Expression latine signifiant : « Un jour à marquer d'une pierre blanche ».

## PLAN DE L'ÉTUDE

I. <u>Introduction</u>	3
II. <u>Pouvoirs « dans les mains » de la direction</u>	12
A. Présentation du système de rémunération des dirigeants : un objet juridique non identifié	12
B. Cadre juridique développé dans les sociétés cotées : des évolutions mélangeant <i>hard law</i> et <i>soft law</i>	16
1. Evolution française : « R » comme rémunération et réglementation	17
2. Evolutions européenne et internationale : un régime approprié de rémunération et un renforcement de la gouvernance	26
a) Une Europe proactive	26
b) L'OCDE renforce ses principes de gouvernance d'entreprise	28
III. <u>Pouvoirs ailleurs que « dans les mains » de la direction</u>	30
A. Bilan en demi-teinte : « [an] out of control in executive pay »	31
B. Reconfiguration des pouvoirs non dénuée de critiques	40
IV. <u>Conclusion</u>	51

« Les actionnaires ne sont pas les maîtres de la société. Ils ne tiennent pas à l'être (...). C'est donc en vain qu'on les pousse à se défendre, à s'organiser, à assister aux assemblées. Ils préfèrent le despote éclairé qui les enrichira par une habile gestion. Cessons donc de les considérer comme des maîtres ou des propriétaires. Rendons-leur leur vraie qualité d'apporteurs d'argent (...) »<sup>1</sup>

## **I. Introduction**

**1. Pouvoir et gouvernance d'entreprise.** - La répartition du pouvoir dans la société est un thème ancien et traditionnel de droit des sociétés<sup>2</sup>. En dépit du classicisme apparent de ce thème<sup>3</sup>, « (...) [q]uand on lit attentivement tout ce qui s'écrit (...) sur la réforme de l'entreprise, on a vite fait de s'apercevoir que les nombreux problèmes qu'elle soulève se ramènent au problème central du pouvoir dans les entreprises ». Cette constatation faite en 1965 par le professeur Louis Salleron est loin de se révéler dépassée à l'heure actuelle<sup>4</sup>. Le pouvoir éveille toujours la curiosité en raison non seulement de sa spécificité lorsqu'il concerne une société cotée (ou encore, la célèbre « corporation » dans le langage anglo-saxon), mais encore de la difficulté qui demeure *ab initio* à déterminer qui le détient. En droit des sociétés, le pouvoir s'attache à la nécessité qu'il y a d'administrer le patrimoine affecté à l'activité économique lors de la création d'une société<sup>5</sup>. Il convient alors de se pencher sur l'articulation du pouvoir et de rechercher celui qui en a la maîtrise effective<sup>6</sup>. C'est *prima facie* dans une approche relationnelle que la notion de pouvoir est ici abordé<sup>7</sup>. Le pouvoir est entendu comme la relation qui s'établit entre les actionnaires et les organes de gestion de la société. Mais, cette perception relationnelle du pouvoir au plan juridique n'est pas isolée lorsque le thème de l'entreprise est abordé<sup>8</sup>. En effet, la notion de gouvernance d'entreprise<sup>9</sup> réapparue en force sur le devant de la

<sup>1</sup> G. Ripert, « Aspects juridiques du capitalisme moderne », L.G.D.J., 1951, *spéc.* p.108 et s., n°45 et s.

<sup>2</sup> Sur la notion juridique de pouvoir en général : E. Gaillard, « La notion de pouvoir en droit privé », Thèse Paris 2, 1981. En droite ligne des propos de M. Gaillard (E. Gaillard, *op. cit.*, p.362), le pouvoir peut être défini comme une prérogative qui permet à son titulaire d'émettre un acte juridique unilatéral contraignant pour autrui dans un intérêt au moins partiellement distinct du sein propre.

<sup>3</sup> A titre d'illustration : C. Champaud, « Le pouvoir de concentration dans la société anonyme », Thèse Rennes, Sirey, 1962 ; C. Berr, « L'exercice du pouvoir dans les sociétés commerciales », Thèse Grenoble, Sirey, 1961 ; A. Tamboise, « La stabilité du contrôle dans la société par actions », Thèse Lille, L.G.D.J., 1929.

<sup>4</sup> L. Salleron, « Le fondement du pouvoir dans l'entreprise », *Entreprise moderne d'édition*, 1965, *spéc.* p.8. Aussi : L. Salleron, « L'organisation du pouvoir dans l'entreprise : participation-démocratie », *Entreprise moderne d'édition*, 1966.

<sup>5</sup> Par exemple : F. Perroux, « Pouvoir et économie », Éditions Bordas, 1973, *spéc.* p.17 ; J. Paillusseau, « La société anonyme, technique d'organisation de l'entreprise », Thèse Rennes, Sirey, 1967, *spéc.* p.105.

<sup>6</sup> « Vocabulaire juridique », Association Henri Capitant, P.U.F., 2005, *spéc.* p.687, **V. Pouvoir**.

<sup>7</sup> En ce sens : H. de la Bruslerie, « L'entreprise et le contrat », *Economica*, 2010, *spéc.* p.46.

<sup>8</sup> « Encyclopédie de la Gestion et du Management », R. Le Duff (dir.), Dalloz, 1999, *spéc.* p.932, **V. Pouvoir**.

<sup>9</sup> Il en va de même de la « gouvernance organisationnelle » proposée par certains en remplacement de la gouvernance d'entreprise et qui met au centre de sa définition une logique relationnelle (Y. Pesqueux, « De la corporate governance à la gouvernance organisationnelle », dans *La gouvernance juridique et fiscales des organisations*, J.-L. Rossignol (dir.), Editions TEC & DOC, 2010, p.371).

scène médiatique au début des années 2000<sup>10</sup> renvoie au dispositif institutionnel et comportemental régissant précisément la relation entre les dirigeants d'une entreprise et les parties concernées par son devenir (actionnaires, salariés, créanciers)<sup>11</sup>. La gouvernance d'entreprise ne vient-elle pas elle-même de l'affirmation d'un pôle de pouvoir<sup>12</sup>? En ce sens, l'intitulé de l'ouvrage d'Henri Mintzberg « *Pouvoir et gouvernement d'entreprise* » met nettement en lumière le lien entre pouvoir et gouvernance d'entreprise<sup>13</sup>. En parallèle, il ne peut être nié que l'un des piliers idéologiques du capitalisme financier – capitalisme fondé sur la propriété, le marché et le contrat – repose sur un face-à-face entre le dirigeant et l'actionnaire dans la pure tradition du « *régisseur de l'argent d'autrui* » évoquée par Adam Smith<sup>14</sup>. Or, ce face-à-face a pris une intensité particulière à partir du moment où des auteurs ont constaté une séparation entre la propriété (dans les mains d'un actionnariat dispersé) et le contrôle (dans les mains de la direction) et dénoncé conséquemment l'absence de légitimité fondamentale des dirigeants à exercer le pouvoir<sup>15</sup>. En droite ligne, la littérature économique<sup>16</sup>, gestionnaire et financière<sup>17</sup> construit l'entreprise sur un modèle qui trouve ses bases, depuis les années 1960, sur une approche contractuelle : la théorie de l'agence. Développé par Alchian et Demsetz à propos de la fonction de production des entreprises<sup>18</sup>, les professeurs Jensen et Meckling ont repris cette théorie en l'employant au-delà de cette fonction : « (...) *contractual relations are the essence of the firm, not only with employees but with suppliers, customers, creditors, etc. (...) the firm is simply one form of legal fiction which serves a nexus for contracting relationships* »<sup>19</sup>. L'entreprise est

<sup>10</sup> Pour comprendre l'intérêt du *corporate governance* : A. Finet, « Pourquoi le gouvernement d'entreprise ? Introduction et mise en place d'un cadre théorique d'analyse », dans *Gouvernement d'entreprise : enjeux managériaux, comptables et financiers*, A. Finet (dir.), Éditions De Boeck Université, 2005, p.15.

<sup>11</sup> R. Pérez, « La gouvernance de l'entreprise », La Découverte, 2003, *spéc.* p.22. Recensant les définitions usuelles de la gouvernance des entreprises en sciences de gestion : C. Chatelin-Ertur et S. Onnée, « La gouvernance des organisations : entre norme et règle de droit », dans *La gouvernance juridique et fiscales des organisations*, J-L. Rossignol (dir.), Editions TEC & DOC, 2010, p.13, *spéc.* p.18.

<sup>12</sup> P. Moreau Defarges, « La gouvernance », P.U.F., 2006, *spéc.* p.35.

<sup>13</sup> H. Mintzberg, « Pouvoir et gouvernement d'entreprise », Éditions d'Organisation, 2004.

<sup>14</sup> A. Smith, « Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations », Garnier Flammarion, 1776 (nouvelle édition 1991).

<sup>15</sup> A. A. Berle and G. C. Means, « The Modern Corporation and Private Property », Harcourt, Brace & World Inc. (nouvelle édition 1991 : Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey).

<sup>16</sup> Les travaux économiques sur la théorie de la firme présentent une unité profonde en concevant l'entreprise au travers de rapports contractuels entre des individus libres. Parmi les auteurs défendant cette opinion, Ronald Coase est sans doute le plus représentatif. Trouvant ses racines dans les premiers développements de la philosophie politique européenne, Coase conçoit l'entreprise avant tout comme un nœud de contrats entre individus (R. H. Coase, « The Nature of the Firm », *Economica*, 1937, vol. 4, n°16).

<sup>17</sup> La méthodologie de la théorie financière a largement emprunté à la théorie néoclassique de la firme. En effet, les théories financières s'attachent moins à prévoir une croissance raisonnable de l'entreprise (J. B. Williams, « The Theory of Investment Value », Cambridge, Harvard University Press, 1938) qu'à déterminer le risque relatif d'une action et à rejeter toute perspective à long terme (cf. la « *théorie du portefeuille* » développée par Markowitz et le modèle d'équilibre des actifs financiers (« *Capital Assets Pricing Model* ») qui est venu la compléter à partir du début des années 1990. Pour une histoire des théories financières modernes : P. L. Bernstein, « Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street », New York : Free Press, 1992).

<sup>18</sup> A. A. Alchian and H. Demsetz, « Production, Information Costs, and Economic Organization », *Economic Review*, 1972, vol. 62, n°5, p.777.

<sup>19</sup> M. C. Jensen and W. H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, p.305, *spéc.* p.310.

perçue comme un habillage de contrats interindividuels<sup>20</sup> où le processus contractuel domine les affaires internes de l'entreprise. Mais, les divergences d'intérêts entre individus font que les relations de coopération (qualifiées de relation d'agence) s'accompagnent de conflits inducteurs de coûts réduisant les gains potentiels issus de la coopération. Le principal doit alors mobiliser des processus et instruments de contrôle qui permettent d'inciter l'agent à œuvrer dans le sens de ses intérêts et d'exercer ainsi un *corporate governance* approprié. Dans ce cadre, les actionnaires se voient accorder un rôle privilégié<sup>21</sup>. En tant que propriétaires capitalistes, les actionnaires sont les meilleurs garants de la bonne gestion de l'entreprise. Ils sont les créanciers résiduels qui supportent le risque entrepreneurial<sup>22</sup>, le contrat d'entreprise ne spécifiant aucune rémunération *ex ante*<sup>23</sup>. A ce titre, les actionnaires doivent pouvoir influencer l'entreprise et la contraindre à maximiser le profit<sup>24</sup>. La direction de l'entreprise (essentiellement le conseil d'administration élu par les actionnaires) est alors considérée comme l'organe chargé de s'assurer que l'équipe managériale (les agents) agit dans l'intérêt des actionnaires (le principal), *dogma* dont le droit américain va se faire le relais<sup>25</sup>. Visant la poursuite de leurs intérêts, les dirigeants sont enclins au comportement stratégique et à l'opportunisme<sup>26</sup>, source d'inefficiences pour leurs entreprises, inefficence renforcée par l'asymétrie informationnelle que savent exploiter ces derniers afin de s'émanciper des contrôles pesant sur eux.

**2. Du mythe de Sisyphe au temps de la réforme.** - L'équilibre du pouvoir dans l'entreprise capitaliste pose aujourd'hui des questions nouvelles<sup>27</sup>, sans que les réponses proposées n'apportent de solution satisfaisante<sup>28</sup>. Pourtant, les réflexions entourant l'articulation des pouvoirs dans l'entreprise ne saurait

<sup>20</sup> Y. Pesqueux, « Organisations : Modèles et représentations », 1<sup>ère</sup> éd., 2002, P.U.F., *spéc.* p.118. Egalement : M. C. Jensen and W. H. Meckling, « Rights and Production Functions: an Application to Labour, Management, Firms and Codetermination », *Journal of Business*, 1979, vol. 52, n°4.

<sup>21</sup> H. Hansmann and R. Kraakman, « Agency Problems and Legal Strategies », in *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, R. Kraakman and al. (Eds.), Oxford, New-York, Auckland etc, Oxford University Press, 2004, p.21 ; D. G. Smith, « The Shareholder Primacy Norm », *Journal of Corporate Law*, 1998, vol. 23, p.277.

<sup>22</sup> F. Easterbrook and D. Fischel, « The Economic Structure of Corporate Law », Cambridge and London, Harvard University Press, 1993.

<sup>23</sup> W. A. Klein and J. C. Coffee, « Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles », New York, Foundation Press, 2006, *spéc.* p.123.

<sup>24</sup> H. Hansmann and R. Kraakman, « Toward a Single Model of Corporate Law? », in *Corporate Governance Regimes. Convergence and Diversity*, J. Mc Cahery and al. (Eds.), Oxford University Press, 2002, p.56.

<sup>25</sup> A titre d'illustration : H. Hansmann and R. Kraakman, « The End of History for Corporate Law », *Law and Economics Working Paper n°235*, 2000, <http://papers.ssrn.com/abstract=204528> ; J. Coffee, « The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications », *Northwestern University Law Review*, 1999, vol. 93, p.641 ; R. Romano, « Corporate Law and Corporate Governance », *Industrial and Corporate Change*, 1996, vol. 5, p.277 ; R. Kraakman, « Corporate Liabilities Strategies and the Cost of Legal Controls », *Yale Law Journal*, 1984, vol. 93, p.857 ; R. Hessen, « In Defense of the Corporations », Stanford, CA: Hoover Institution Press, 1979.

<sup>26</sup> O. E. Williamson, « The Economic Institutions of Capitalism », New York, Free Press, 1985.

<sup>27</sup> L'ouvrage de M. Peyrelevade démontre cet état de fait (J. Peyrelevade, « Le Gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir », *Economica*, 1999).

<sup>28</sup> Le supplice de Sisyphe décrit par Homère éveille un écho dans la succession de réactions auquel donne lieu la problématique de la rémunération des dirigeants. Celle-ci donne l'impression qu'il faut réagir à chaque fois qu'il y a un scandale pour le seul besoin de réagir. Rappelons que pour avoir osé défier les dieux, Sisyphe fut

demeurer en l'état. L'exercice des pouvoirs est devenu, en effet, indissociable de cet enjeu fondamental et contemporain qu'est, pour les entreprises s'ouvrant aux marchés et devenues « *filles de la mondialisation* », la gestion des risques associés à la nature de leur activité, à leur secteur d'activité ou encore, à leur marché géographique. Face à des risques devenus transnationaux et démultipliés<sup>29</sup>, la détermination de la rémunération des dirigeants sociaux de sociétés cotées<sup>30</sup> est porteuse de risques sérieux (risque de fraude comptable<sup>31</sup>, risque financier, risque d'érosion de l'image et de la réputation, risque de *lobbying* et de *blacklisting*, risque de contestation actionnariale<sup>32</sup>, risque de fragilisation du pacte social<sup>33</sup>, risque *lato sensu* de conflits sociaux<sup>34</sup>, risque de contentieux judiciaires<sup>35</sup>, ...), risques

---

condamné à faire rouler éternellement, dans le Tartare, un rocher jusqu'en haut d'une colline dont il redescendait chaque fois avant de parvenir à son sommet.

<sup>29</sup> « L'entreprise face à la mondialisation : opportunités et risques – Stratégies juridiques », J.-Y. Trochon et F. Vincke (dir.), Bruylant, 2006, *spéc.* p.181 et s.

<sup>30</sup> En France, les montants octroyés aux patrons du CAC 40 sont infiniment supérieurs aux rémunérations moyennes des quelque 1,2 million de chefs d'entreprises françaises ayant un ou des salaires qui se chiffrent aux alentours de 50 000 euros, somme qui varie suivant la taille de l'entreprise et son secteur d'activité (V. Billon, « Fortes disparités des salaires des dirigeants », *Les Échos.fr*, 18 sept. 2009). Comme l'indique le rapport Houillon (AN, « Rapport d'information sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et des opérateurs de marchés », n°1798, 7 juill. 2009, *spéc.* p.10), la rémunération des mandataires des sociétés cotées constitue une exception par rapport au commun des chefs d'entreprise. Toutefois, le comportement récent des représentants de la Confédération générale des petites et moyennes entreprises qui a décidé le 26 avril 2011 de ne plus participer aux discussions sur la modernisation du dialogue social, démontre que, même dans les structures de petite ou de moyenne taille, la rémunération des dirigeants sociaux demeure un sujet délicat.

<sup>31</sup> A l'instar de ce qu'il est démontré dans la littérature économique et financière, les faillites spectaculaires de grandes entreprises américaines et européennes se sont souvent accompagnées de fraudes comptables et de manipulation d'information destinés à assurer un rémunération considérable et continue au profit de la direction.

<sup>32</sup> Par exemple : J.-M. Vittori, « Le joug des actionnaires », *Les Échos.fr*, 23 juin 2009, p.15 ; F. Vidal, « Les AG de la colère », *Les Échos.fr*, 17 avr. 2009, p.12. Ce risque est d'autant plus présent qu'une récente étude montre que certaines formes de rémunération (telle que la prime de départ octroyé au dirigeant) placent les actionnaires dans une situation de perdant (dernièrement : E. M. Fich, A. L. Tran and R. A. Walkling, « On the Importance of Golden Parachutes », *CELS 2009 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper*, January 19, 2011, <http://ssrn.com/abstract=1425211>).

<sup>33</sup> Par exemple : Y. de Kerdrel, « Combien vaut vraiment un patron ? », *Le Figaro*, 6 juin 2006.

<sup>34</sup> Au-delà des mouvements sociaux qui ont lieu dans certaines entreprises et dont la presse se fait le relais, le débat en qui a lieu en France sur le partage de la valeur ajoutée et des profits au profit des salariés montre l'actualité entourant ce risque (sur ces discussions : Centre d'analyse stratégique, « Faut-il rééquilibrer le partage de la valeur ajoutée et des profits en faveur des salariés ? », *La note de veille*, n°133, mai 2009 ; Centre d'analyse stratégique, « Le partage collectif des bénéfices : un outil efficace pour la productivité et le pouvoir d'achat ? », *La note de veille*, n°124, févr. 2009).

<sup>35</sup> En France, les tribunaux judiciaires interviennent pour sanctionner l'octroi d'une rémunération excessive au profit des dirigeants sociaux. Les magistrats s'appuient sur divers fondements : la faute de gestion, l'abus de majorité, l'abus des biens sociaux ou la violation des règles essentielles qui régissent les sociétés (F. Garron, « La rémunération excessive des dirigeants de sociétés commerciales », *Rev. sociétés*, 2004, n°4, p.795). Deux affaires récentes – impliquant les sociétés *Rhodia* et *Carrefour* – illustrent l'intérêt de la jurisprudence pour la rémunération des dirigeants sociaux. La première affaire concerne une indemnité transactionnelle versée par une société à d'anciens dirigeants. N'ayant pas respecté la procédure des conventions réglementées et n'ayant pas rempli leurs obligations de compétence, de diligence et d'action dans l'intérêt de la société, ces dirigeants ont été condamné à reverser le montant de l'indemnité à la société sous forme de dommages-intérêts (T. com. Nanterre, 3<sup>ème</sup> chambre, 3 déc. 2008, *Bull. Joly Sociétés*, 2009, n°2, p.148, note P. Merle). La seconde à l'octroi d'une pension retraite au profit d'un ancien dirigeant d'une société cotée. Si, dès 1987 (Cass. Com., 3 mars 1987, *Bull. civ.*, IV, n°64 ; *Rev. sociétés*, 1987, p.266, note Y. Guyon ; *Gaz. Pal.*, 1987, 1, p.264, note B. Hatoux ; *Defrénois*, 1988, p.612, obs. J. Honorat), la Cour de cassation s'est dotée des moyens de contrôler le caractère excessif d'une retraite, elle étend en l'espèce son contrôle à une retraite complémentaire. Dans un arrêt du 10 novembre 2009, la Chambre commerciale approuve la Cour d'appel de Paris d'avoir refusé de condamner la société à exécuter l'engagement de lui verser cette pension (Cass. Com., 10 nov. 2009, *Rev. sociétés*, mars

dont la probabilité d'occurrence est exacerbée lorsque les dites rémunérations échappent à tout contrôle<sup>36</sup>. Dans son Livre vert, la Commission européenne note en ce sens que de mauvaises politiques de rémunération conduisent à des transferts de valeurs injustifiés vers les dirigeants au détriment des sociétés, de leurs actionnaires et des autres parties prenantes<sup>37</sup>. C'est également cette constatation qu'a récemment faite l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE), en soulignant que la faillite de la gouvernance adéquate de la rémunération des dirigeants sociaux était l'une des causes de la crise économique et financière qui a plongé en 2008 les plus grandes économies de la planète dans la tourmente<sup>38</sup>. « *Do [not] Excessive CEO Compensation [hurt] US Companies and Society* » pour reprendre le titre d'un article du site *Social Funds*<sup>39</sup>? Il n'a jamais été autant question dans les débats publics – souvent irrationnels<sup>40</sup> – de la rémunération des dirigeants sociaux et de la manière dont le droit, entendu *lato sensu* comme norme sociale, devrait intervenir.

L'histoire française n'a pas toujours été ainsi, loin s'en faut. A titre d'exemple, dans leur traité de droit commercial publié en 1972 (spécifiquement les volumes consacrés aux sociétés commerciales), Hémard, Terré et Mabilat consacrent uniquement une dizaine de pages à la rémunération des dirigeants sociaux, pages qui se révèlent, pour l'essentiel, uniquement descriptive du dispositif juridique de l'époque<sup>41</sup>. Le professeur Didier inique finalement que la législation française est restée longtemps discrète sur la rémunération des dirigeants sociaux et que l'intérêt du législateur de 1966 à cette thématique n'est qu'une réaction à la jurisprudence de cours d'appel assimilant l'acte de fixation de la rémunération à une convention passée entre la société et son administrateur<sup>42</sup>. Les choses ont manifestement bien changé<sup>43</sup>. Aujourd'hui, peu de sujets donnent autant lieu à une tribune quasi-

---

2010, p.38, note P. Le Cannu ; *JCP E*, 28 janvier 2010, n°4, 1087, note Y. Paclot). Il en va de même en Amérique du Nord : R. Crête, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance », *Les Cahiers de Droit*, 2004, vol. 45, n°3, p.407.

<sup>36</sup> Au plan juridique, il est intéressant de relever que, sans échapper à tout contrôle, la délimitation par les textes de la compétence des organes en matière de détermination de la rémunération des dirigeants sociaux soulève des interrogations et ce, au-delà de la problématique des seules sociétés cotées. Récemment : M. Benhacine, « Les compétences respectives des organes de sociétés commerciales en matière de rémunération des dirigeants », *Mémoire de Master 2 Recherche en Droit des Affaires et de l'Economie*, Université Panthéon - Sorbonne Paris 1, sept. 2009, [http://www.memoireonline.com/12/09/3046/m\\_Les-competences-respectives-des-organes-de-societes-commerciales-en-matiere-de-remuneration-des0.html](http://www.memoireonline.com/12/09/3046/m_Les-competences-respectives-des-organes-de-societes-commerciales-en-matiere-de-remuneration-des0.html). V. également : M-C. Harzallah, « Les rémunérations des dirigeants sociaux », Thèse Paris 2, 1985.

<sup>37</sup> Comm. CE, « Livre Vert : Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE », 5 avr. 2011, COM(2011) 164 final, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_fr.pdf#page=2](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_fr.pdf#page=2), spéc. p.10.

<sup>38</sup> OECD, « Corporate governance lessons from the financial crisis », February 2009, <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>. V. *infra* les notes 137 et 138.

<sup>39</sup> F. Rheannon, « Excessive CEO Compensation Hurting US Companies and Society », September 14, 2007, <http://www.socialfunds.com/news/article.cgi/2370.html>.

<sup>40</sup> C. de la Martinière, « Rémunération des dirigeants : un débat irrationnel ! », *Les Échos.fr*, 17 janvier 2007.

<sup>41</sup> J. Hémard, F. Terré et P. Mabilat, « Sociétés commerciales », t. I, Dalloz, 1972, spéc. p.769 et s., n°899 et s., p.822 et s., n°958 et s., p.854, n°986, p.870 et s., n°1001, p.953 et s., n°1081, p.989 et s., n°1127 ; J. Hémard, F. Terré et P. Mabilat, « Sociétés commerciales », t. II, Dalloz, 1972, spéc. p.261 et s., n°301.

<sup>42</sup> P. Didier, « Droit commercial : L'entreprise en société – Le groupes de sociétés », 3<sup>ème</sup> éd., P.U.F., 1999, spéc. p.264.

<sup>43</sup> Y. Paclot, « Les rémunérations des dirigeants de sociétés cotées en question », *D.*, 2007, p.1670.

quotidienne dans les journaux d'affaires<sup>44</sup> ou, dans les revues spécialisés<sup>45</sup>. Argent initialement reçu pour le prix d'un service ou d'un travail, il semblerait que le travail ou le service pour lequel la rémunération a été octroyée ne soit que secondaire et que les actionnaires, les salariés, les créanciers, la société civile (jusqu'aux plus hautes instances politiques françaises<sup>46</sup> et international<sup>47</sup>) le fassent savoir. « *Que la critique soit globale et contribue à des discours opportunistes, de l'alter-mondialisme ou d'ailleurs, qu'elle soit ponctuelle et serve de caution morale aux défenseurs d'un capitalisme raisonnable, social, voire éthique, dans tous les cas, la critique est là, exprimée par le politique ou le citoyen, et il paraît aujourd'hui illusoire d'en nier les fondements, quand bien même ceux-ci relèveraient de la symbolique* »<sup>48</sup>. Au-delà du caractère élevé (et parfois disproportionné) du montant des rémunérations que la crise financière et économique a mis en lumière et exacerbé<sup>49</sup>, certains

<sup>44</sup> En dernier lieu : M. Rosemain, « Salaires des patrons du CAC 40 : le palmarès 2011 », *Les Échos.fr*, 26 avr. 2011.

<sup>45</sup> Les références suivantes peuvent être relevées pour les seules années 2009 et 2010. Dans les revues juridiques : B. Erard, « *Stock-options : vers l'âge de raison ou chronique d'une mort annoncée ?* », *JCP, Cah. dr. ent.*, sept. 2010, n°5, dossier 28 ; I. Parachkévova, « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées : de la morale à la réforme », *RID éco.*, 2010, n°2, p.241 ; M. Germain, « Rémunération des dirigeants : évolution ou révolution ? », *JCP S*, 21 juill. 2009, n°30, 1333 ; Y. Paclot, « A propos du décret du 30 mars 2009 relatif aux conditions de rémunération de certains dirigeants d'entreprise », *RD bancaire et fin.*, mars-avr. 2009, Repère, p.1 ; C. Cathiard, B. Saintourens et A. Lemercier, « La rémunération des dirigeants dans les sociétés cotées par actions », *Actes prat.*, mars-avr. 2009. En gestion et finance : J. E. Core and W. R. Guay, « Is CEO Pay Too High and Are Incentives Too Low? A Wealth-Based Contracting Framework », *The Academy of Management Perspectives*, February 2010, vol. 24, n°1, p.5 ; B. Chabas, « De la crise à l'ambivalence des solutions en matière de rémunération des dirigeants : l'exemple de la transparence », *RFGE*, 2009, n°4, p.109 ; J. R. Robinson, Y. Yu and Y. Xue, « Mandated Compensation Disclosures and CEO Pay », *Working Paper*, July 26, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1439313> ; R. E. Hoskisson, M. W. Castleton and M. C. Withers, « Complementary in Monitoring and Bonding: More Intense Monitoring Leads to Higher Executive Compensation », *The Academy of Management Perspectives*, 2009, vol. 23, n°2, p.57 ; R. S. Thomas, « International Executives Pay: Current Practices and Future Trends », *Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 08-26*, 2009, <http://papers.ssrn.com/abstract=1265122> ; M. Conyon, J. Core and W. Guay, « Are US CEOs paid more than UK CEOs? Inferences from Risk-Adjusted Pay », *Working Paper*, Philadelphia: The Wharton School, University of Pennsylvania, 2009. Le débat contemporain entre Kaplan et Walsh est intéressant : J. P. Walsh, « Are U.S. CEOs Overpaid? A Partial Response to Kaplan », *Academy of Management Perspectives*, 2009, vol. 23, n°1, p.73 ; S. N. Kaplan, « Are U.S. CEOs Overpaid? A response to Bogle and Walsh », *Academy of Management Perspectives*, 2008, vol. 22, n°3, p.28. V. aussi *infra* les notes 240 et 243 pour la littérature académique qui s'est développée à propos du *Say on pay*.

<sup>46</sup> Durant la campagne présidentielle, Nicolas Sarkozy avait déjà affirmé « (...) *qu'il était légitime que la réussite paye, mais scandaleux que l'échec enrichisse* ». Parcourir : Dossier « Les salaires des patrons dans le collimateur des candidats », *Le Monde Economie*, 2 mai 2007. Egalement : Cour des comptes, « Les concours publics aux établissements de crédit : Bilan et enseignements à tirer », mai 2010, *spéc.* chapitre III, p.61 et s. Pour des rapports parlementaires : « Rapport sur la proposition de loi visant à rendre plus justes et plus transparentes les politiques de rémunérations des dirigeants d'entreprises et des opérateurs de marché », n°1955, 7 oct. 2009 (dénommé ci-après « *Rapport Vuilque* ») ; Rapport Houillon du 7 juillet 2009 ; « Rapport sur la proposition de loi visant à démocratiser le mode de fixation des rémunérations des mandataires sociaux dans les sociétés anonymes », n°1737, 6 juin 2009 (dénommé ci-après « *Rapport de Courson* »). Pour des rapports sénatoriaux : Rapport n°58 (2009-2010) de M. Philippe Marini, 21 oct. 2009 ; Rapport n°295 (2008-2009) de M. Philippe Marini, 19 mars 2009 ; Rapport n°62 (2008-2009) de M. Jean-Jacques Hyst, 29 oct. 2008. Aussi : Commission UMP, « Rémunération des dirigeants et gouvernance d'entreprise », J. Kossowski et J. Marseille (dir.), 2007. Pour les propositions de lois faites depuis 2008, V. *infra* note 104.

<sup>47</sup> J. G. Hill, « Regulating Executive Compensation: International Developments in the Post-Scandal Era », *Vanderbilt Law and Economics Research Paper n°06-15*, 2006, <http://papers.ssrn.com/abstract=922299>.

<sup>48</sup> P. Portier, « Rémunération des dirigeants : une crise morale, une gouvernance dépassée », dans *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Association d'économie financière, 2010, p.189, *spéc.* p.189.

<sup>49</sup> D. Seux, « Le salaire d'un patron du CAC 40 représente 150 fois le SMIC », *blog Les Échos.fr*, 26 avr. 2011.

spécialistes soulignent le lien entre la hausse considérable des rémunérations des présidents-directeur général au cours des trente dernières années et l'accroissement des inégalités aux Etats-Unis et en France<sup>50</sup>. Au plan politique, les raisons de limiter les rémunérations des mandataires sociaux peuvent donc se comprendre d'autant plus que le trouble suscité par l'attribution de ces rémunérations est accentuée par l'absence de justification apparente que le décideur public ne peut passer sous silence<sup>51</sup>. Cet attrait pour l'articulation du pouvoir dans la fixation de la rémunération des dirigeants sociaux corrobore l'observation faite que cette détermination serait devenue dans les entreprises une décision à caractère de plus en plus politique et symbolique et, de moins en moins, économique<sup>52</sup>.

Sur le principe, tout le monde s'accorde à dire que les *bonus*, parachutes dorés et autres primes qui s'ajoutent à la rémunération de base ont atteint des niveaux qui ne sont plus acceptables. Nombreux sont ceux qui, aussi loin que possible des approches dogmatiques et partiales, proposent une réforme du cadre des rémunérations. La rémunération donne naissance à un encadrement juridique original, constitué de dispositifs divers et nombreux – et parfois divergents sur la méthode employée ou la sévérité des mesures – se superposant les uns aux autres (recommandations d'instances internationales et européennes, lois nationales, textes réglementaires) et relevant tantôt de la réglementation *stricto sensu* (ou *hard law*), tantôt de règles de gouvernance appartenant à la sphère de l'autorégulation (ou *soft law*)<sup>53</sup>. Si les réactions se succèdent à un rythme soutenu en France et dans de nombreux pays au grès, notamment, de la révélation de scandales et de l'insuffisance criante de la situation actuelle du cadre juridique<sup>54</sup>, des propositions sont à l'heure actuelle sur la table<sup>55</sup> et le temps de discuter des choix de réformes futures est probablement venu.

<sup>50</sup> X. Gabaix and A. Landier, « Why has CEO Pay increased so much? », *Quarterly Journal of Economics*, 2008, vol. 123, p.49 ; L. A. Bebchuk and Y. Grinstein, « The Growth of Executive Pay », *Oxford Review of Economic Policy*, 2005, vol. 21, p.283. *Contra.* : O. Godechot, « La finance, facteur d'inégalités », *laviedesidees.fr*, 15 avr. 2011.

<sup>51</sup> Institut Montaigne, « Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », *Amicus Curiae*, juill. 2007, *spéc.* p.3 et s.

<sup>52</sup> Sur cette observation à la fin des années 1990 : M. Magnan, S. St-Onge, J. Craighead et L. Thorne, « La rémunération des dirigeants : un enjeu économique, politique et symbolique pour les conseils d'administration », *Revue internationale de gestion*, 1998, vol. 23, n°3, numéro spécial, *Le gouvernement d'entreprise*, p.127.

<sup>53</sup> Présentant la multiplicité des initiatives en France : B. Dondero, « La rémunération des dirigeants sociaux », dans *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise : Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, V. Magnier (dir.), L.G.D.J., 2010, p.111. Pour un exposé comparé des solutions : G. A. Ferrarini, N. Moloney and M.-C. Ungureanu, « Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis », *ECGI Law Working Paper No. 126/2009*, August 2009, <http://ssrn.com/abstract=1418463>.

<sup>54</sup> N. Huet et A. Reygrobellet, « Les dirigeants exécutifs des sociétés anonymes en Europe : enseignements comparatifs et réflexions prospectives », dans *La direction des sociétés anonymes en Europe : vers des pratiques harmonisées de gouvernance ?*, Y. Chaput et A. Lévi (dir.), 2008, p.481, *spéc.* p.513 et s. Plus ancien : C. Murat, « La rémunération des dirigeants de sociétés anonymes : Comparaison France/Royaume-Uni/Etats-Unis », C. David (dir.), Thèse Paris 1, 2004.

<sup>55</sup> A s'en tenir à l'actualité la plus récente, certaines propositions ont été concrétisées aux Etats-Unis à l'été 2010 (A. E. Wilmarth, « The Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-To-Fail Problem », *Oregon Law Review*, 2011, vol. 89, p.951; D. A. Skeel, « The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences », *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 10-21*, October 27, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1690979> ; I. Tchotourian, « Gouvernance d'entreprise et rémunération à l'aune de la nouvelle régulation financière américaine », *Bull. Joly Bourse*, 2010, n°5, p.376 ; M.

**3. Plan de l'étude ou « En toute chose, il faut considérer la fin »<sup>56</sup>.** - Une des discussions cruciales est la détention du pouvoir dans le processus décisionnel concernant l'attribution d'une rémunération au profit des mandataires sociaux. Or, force est de constater que la légitimité d'une telle attribution à ceux qui dirigent l'entreprise est sérieusement remise en cause. Cette étude est construite de la manière suivante : dans un premier temps, nous montrerons que la succession de réformes et de prises de positions, aussi bien en France qu'à l'étranger, que dans les instances supranationales telles que l'Union européenne ou l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE), aboutit à un constat similaire : la construction juridique relativement à l'exercice du pouvoir dans les sociétés ouvertes en matière de rémunération laisse *in fine* la décision entre les mains de la direction<sup>57</sup>

---

L. Fein, « Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act », July 21, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1357452> ; S. M. Bainbridge, « The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank », *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 10-14*, October, 27 2010, <http://ssrn.com/abstract=1698898>). Le titre IX (sous-titre E) du *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* contient une série de mesures destinées à favoriser de nouvelles pratiques et une nouvelle culture en matière de rémunération. En premier lieu, même si certaines règles énoncées sont redondantes avec celles déjà établies par la SEC, la divulgation d'informations se trouve encouragée tant dans son contenu que dans sa forme. L'autorité boursière américaine se voit pressée d'encourager la publicité du lien entre rémunération des dirigeants et performance financière de l'entreprise appréhendant les variations dans la valeur des titres et le montant des dividendes. Pour en faciliter la compréhension, le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* incite la SEC à mettre en place une divulgation d'informations sous forme de graphiques et de schémas. En outre, la SEC se voit confier la mission de prendre des mesures destinées à rendre public la rémunération annuelle totale du président-directeur général (PD-G), la moyenne de la rémunération annuelle totale des autres employés et le ratio entre ces deux chiffres. En deuxième lieu, ce sont l'indépendance (sans toutefois la définir) des membres du comité de rémunération ou des conseillers (consultant ou avocat) en rémunération, les pouvoirs du comité de rémunération, la politique de restitution de la rémunération variable payée sur des données qui se révéleraient erronées, l'interdiction de certaines pratiques de rémunération en vigueur dans les institutions financières, ainsi que l'élimination du caractère discrétionnaire du vote des gérants de portefeuilles en matière d'élection des dirigeants et de rémunération qui ont occupé le législateur américain. En troisième lieu, la réforme financière nord-américaine a également introduit au profit des actionnaires un droit de vote facultatif concernant la rémunération des dirigeants sociaux (pour plus de détails sur ce dernier aspect, V. *infra* note 128).

<sup>56</sup> Proverbe extrait de la fable de Jean La Fontaine « Le renard et le bouc ».

<sup>57</sup> Dans le cadre de cette étude, le cumul du mandat de dirigeant social et du mandat social ne sera pas abordé. L'enjeu n'est pas négligeable puisqu'en cas de départ du dirigeant, la société peut se trouver contrainte de verser une indemnité de licenciement. Les textes actuels distinguent la situation des dirigeants sociaux des sociétés anonymes monistes et dualistes. Alors que les membres du conseil de surveillance et du directoire peuvent librement cumuler leur fonction de direction avec un contrat de travail (art. L. 225-61 et L. 225-85 C. com.), seul un salarié peut devenir administrateur sans que la réciproque ne soit possible (art. L. 225-22 C. com.). Tant le MEDEF et l'Afep dans leur recommandation du 6 octobre 2008 (uniquement pour le président du conseil d'administration, le président-directeur général, le directeur général dans les sociétés à conseil d'administration, le président du directoire, le directeur général unique dans les sociétés à directoire et à conseil de surveillance), que la proposition n°9 du rapport Houillon de 2009 (pour l'ensemble des dirigeants sociaux), ont souhaité que le cumul entre mandat social et contrat de travail soit banni. Si aucune modification législative n'est pour le moment intervenue, le rapport 2010 de l'Autorité des marchés financiers (AMF) sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants observe que les sociétés de l'échantillon (34 sociétés du CAC 40 et 26 sociétés du SBF 120 sélectionnées en fonction de leur capitalisation boursière de 951 milliards d'euros, soit 74 % de la capitalisation des sociétés françaises cotées et 69 % de la capitalisation totale d'Euronext Paris), dont les mandats des dirigeants ont été renouvelés en 2009, se sont conformées aux recommandations AFEP/MEDEF relatives au cumul avec un contrat de travail (AMF, « Rapport 2010 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants », 12 juill. 2010, *spéc.* p.51). Il est à noter que l'AMF considère qu'un émetteur respecte le code lorsqu'il justifie le maintien du contrat de travail d'un dirigeant au regard de son ancienneté en tant que salarié au sein de la société et de sa situation personnelle (AMF, « Rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne », 8 déc. 2009).

(II). L'évolution juridique confirme sur ce point les écrits de gestionnaires qui indiquent que le système de pouvoir dans l'entreprise se caractérise depuis le premier tiers du XX<sup>ème</sup> siècle par une montée considérable du pouvoir managérial<sup>58</sup> donnant naissance depuis quelques années, en se combinant avec des logiques financières, à une « *entreprise managériale financiarisée* »<sup>59</sup>. Cette main visible des dirigeants sociaux sur la rémunération ne soulèverait pas de difficultés si elle ne conduisait pas à des abus inadmissibles. Aussi, nous nous interrogerons dans un second temps sur les solutions qui pourraient être mises en place pour moraliser les pratiques et arriver à un juste équilibre. Plusieurs questions sur le « *qui* » et le « *comment* » de la décision en matière de rémunération seront alors successivement abordées : la gouvernance d'entreprise ne devrait-elle pas être construite sur une idéologie différente de celle du capitalisme financier<sup>60</sup> ? Ne devrait-il pas être reconnu aux actionnaires un rôle nouveau s'appuyant sur un renforcement de leur droit de vote en matière de rémunération à l'instar de certains pays ? Cette intervention des actionnaires devrait-elle être préalable ou, *a posteriori* ? En parallèle, ces interrogations nous conduiront à réfléchir sur la place des salariés ou encore, sur celle de l'Etat. Néanmoins, ce seront bien d'autres interrogations qui seront finalement abordées : n'est-ce pas trop en demander au droit des sociétés que de vouloir encadrer de manière satisfaisante l'exercice des pouvoirs dans le domaine de la rémunération ? La diffusion de l'information en la matière répond-t-elle aux objectifs annoncés ? Faut-il aller au-delà du contrôle et plafonner le montant des rémunérations ? Quelle place convient-il de faire aux critères de performance dans l'attribution des rémunérations ? Ne conviendrait-il pas de reconnaître aux mécanismes de marché (ou à l'éthique<sup>61</sup>) une importance plus grande dans la détermination de la rémunération des dirigeants sociaux ? (III). Au final, notre étude aboutit à repenser nombre d'équilibres afin d'apporter une solution pertinente et cohérente aux problèmes soulevés par la rémunération des dirigeants (IV).

<sup>58</sup> A. D. Chandler, « The Visible Hand: the Managerial Revolution in American Business », Harvard University Press, 1977 ; J. Burnham, « Managerial Revolution », New York, The John D. Company, 1941 ; A. A. Berle and G. C. Means, *op. cit.*

<sup>59</sup> Expression empruntée au professeur Weinstein : O. Weinstein, « Pouvoir, finance et connaissance : les transformations de l'entreprise capitaliste entre le XX<sup>e</sup> et le XXI<sup>e</sup> siècle », éditions la découverte, série « Économie », 2010, *spéc.* p.178.

<sup>60</sup> Pour le professeur Plihon, le capitalisme est en train de se transformer et connaît une nouvelle étape dans son évolution historique : « (...) c'est le passage du « capitalisme fordiste », qui a prévalu dans l'après-guerre, au nouveau « capitalisme actionnarial [ou « capitalisme financier »] » (D.Plihon, « Le nouveau capitalisme », La Découverte, 2004, *spéc.* p.48 et s.). A propos des éléments essentiels de ce type de capitalisme : L. Batsch, « Le capitalisme financier », La Découverte, 2002.

<sup>61</sup> I. Tchotourian, « : L'entreprise « surencadrée » : l'illustration de la rémunération des dirigeants d'entreprise », dans *Normes : Origines et Conséquences des Crises*, D. Bessire, L. Cappelletti et B. Pigé (dir.), Economica, 2010, p.71, *spéc.* p.77. Par exemple, les dirigeants de la *Société Générale* et de *Dexia* ont renoncé au bénéfice de l'attribution de *stock-options* ou à des indemnités de départ (*Financial Times*, September 23, 2009 ; *Le Monde*, 4 octobre 2008).

## **II. Pouvoirs « dans les mains » de la direction**

4. L'objet de l'analyse s'avère être *prima facie* difficile à appréhender, tant la rémunération des dirigeants d'entreprise témoigne d'un système complexe faisant place à une multitude de forme de rémunération que la pratique a développée depuis de nombreuses années (A). En plus de la complexité entourant les systèmes de rémunération, c'est le droit lui-même qui donne le tournis. Ce droit de nature postmoderne est non seulement complexe dans ses mécanismes de production et ses modalités d'articulation, mais encore flexible dans son contenu et dans le processus d'adaptation qui lui est caractéristique<sup>62</sup>. Malgré cette lisibilité incertaine, le droit français attribue le pouvoir de déterminer la rémunération essentiellement à la direction des entreprises et ce, sans que cette position ne soit isolée dans le contexte international (B).

### **A. Présentation du système de rémunération des dirigeants : un objet juridique non identifié**

5. *Une structure hétéroclite à six niveaux.* - La rémunération se compose d'émoluments disparates qui demeurent isolés ou, se combinent les uns aux autres. Les situations et le profil des rémunérations varient également selon chaque entreprise et leur secteur d'activité<sup>63</sup>. Pour l'essentiel, les différents sous-ensembles du *package* négocié entre chaque grande société et ses dirigeants sont les suivants :

- Jetons de présence : rémunération « traditionnelle » du droit français versé au profit des administrateurs de société ;
- Salaire : émoluments perçus annuellement prédéfini à l'avance ;
- *Bonus* : complément variable pouvant atteindre jusqu'à deux fois le montant annuel de la rémunération fixe indexé sur les résultats de chaque intéressé ;
- Attribution gratuite d'actions ;
- Options de souscription ou d'achat d'actions (*stock-options*) : forme mixte d'intéressement et de participation dans laquelle l'entreprise consent à son personnel le droit d'acquérir ses propres actions à des conditions privilégiées, lui offrant ainsi l'occasion de réaliser une plus-value<sup>64</sup> ;

<sup>62</sup> Le droit postmoderne s'oppose au droit moderne : à l'unité, il oppose en effet le pluralisme ; à la hiérarchie, la diversité ; à la contrainte, la régulation ; à la stabilité, l'adaptabilité (J. Chevallier, « Vers un droit postmoderne ? », dans *Les transformations de la régulation juridique*, G. Martin et J. Clam (dir.), L.G.D.J., p.21, *spéc.* p.31).

<sup>63</sup> Les fonctions de dirigeant peuvent être gratuites, sans que la gratuité n'emporte pour autant l'irresponsabilité (cf. M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, « Droit des sociétés », Litec, 2007, *spéc.* p.260, n°560).

<sup>64</sup> Le rapport 2010 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants fait apparaître que 93 % des sociétés de l'échantillon, soit 56 sociétés sur 60, indiquent disposer d'une politique d'attribution d'options d'achat ou de souscription d'actions et/ou d'actions de performance à leurs dirigeants mandataires sociaux. En 2009, parmi les 56 sociétés concernées, 35 sociétés, soit 62 % des sociétés de l'échantillon, ont attribué des options et/ou des actions de performance aux dirigeants mandataires sociaux. 21 sociétés sur les 56 disposants d'une politique d'attribution d'options ou d'actions n'ont procédé à aucune attribution à leurs

- Prime d'entrée en fonction (*golden hellos*) ;
- Indemnités de départ (les « parachutes dorés » ou *golden handshake*)<sup>65</sup> ;
- Complément de retraite : cette rémunération différée arrêtée lors de l'entrée en fonction, peu avant le départ du dirigeant ou, après ce départ, prend la forme d'une retraite complémentaire à laquelle s'ajoute une retraite « sur-complémentaire » également dénommée « retraite-chapeau »<sup>66</sup> ;
- Avantages en nature de nature diverse (logement et voiture de fonction, garde-robe, ...).

Le document qui suit explique la complexité qui entoure la structure de rémunération d'un dirigeant social. En théorie, cette rémunération comprend six niveaux. Ainsi, le salaire de base rémunère la compétence théorique, c'est-à-dire, celle qu'il est réputé avoir à partir de ses expériences professionnelles antérieures ; le *bonus* est fondé sur sa capacité à atteindre des objectifs annuels qui peuvent être divers ; d'autres éléments servent à rémunérer la performance de l'entreprise à moyen terme (actions gratuites, *stock-options*) ; quant à la spécificité des régimes de retraite et des indemnités de départ, elle reflète la précarité de la fonction de dirigeants social<sup>67</sup>.

#### Les principaux étages de la structure de rémunération des dirigeants

Indemnités de départ	Préjudice / perte d'emploi
Retraite	Rémunération différée
<i>Stock-options</i> (variable long terme)	Création de valeur durable (plus de 4 ans)
Actions gratuites et <i>Stock-options</i> (variable moyen terme)	Performance de l'entreprise sur un horizon de 3/4 ans
<i>Bonus</i> (variable court terme)	Performance annuelle
Salaire de base	Compétences

dirigeants au titre de l'exercice 2009 (AMF, « Rapport 2010 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants », *op. cit.*, p.70 et s.).

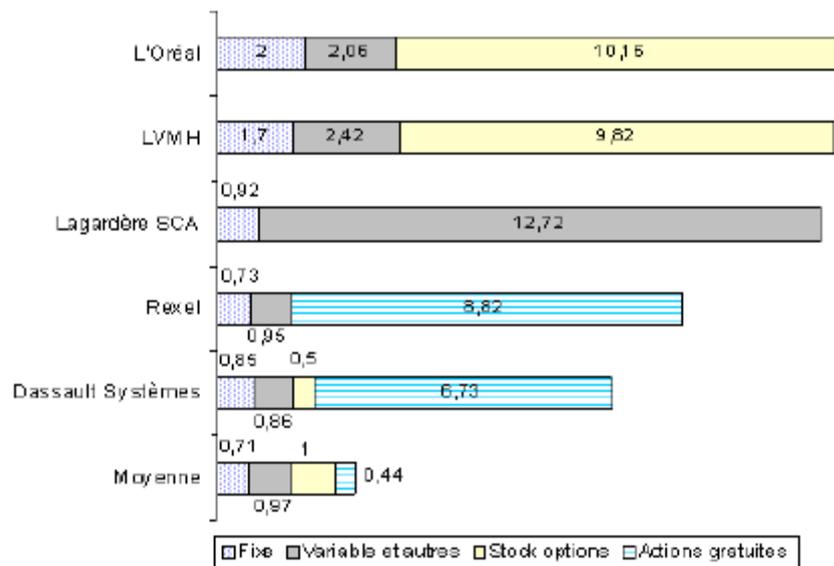
<sup>65</sup> Décivant les différentes catégories de parachutes dorés : Rapport Houillon, p.35 et s.

<sup>66</sup> Selon l'AMF, 46 sociétés sur 60, soit plus des trois quarts des sociétés de l'échantillon, déclarent disposer d'un régime de retraite supplémentaire à prestations définies pour leurs dirigeants. L'AMF constate aussi un accroissement général des sociétés indiquant que leurs dirigeants bénéficiant d'un régime de retraite supplémentaire à prestations définies (AMF, « Rapport 2010 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants », *op. cit.*, p.58 et s.). Par exemple : S. de Vendeuil et S. Beaufre, « La pension de retraite du dirigeant social d'une société anonyme », *JCP E*, 2000, p.1942 ; A. Charvériat, « Attribution d'une retraite à un dirigeant », *RJDA*, 1992, p.439.

<sup>67</sup> AN, « Rapport d'information sur la réforme du droit des sociétés », n°1270, 2 déc. 2003, *spéc.* p.38.

Au final, la rémunération oscille entre rémunération versée mensuellement<sup>68</sup>, rémunération traduisant une politique d'incitation à la performance<sup>69</sup>, rémunération exceptionnelle ayant une justification ponctuelle et versée au moment de la cessation des fonctions (ou de l'entrée dans les fonctions)<sup>70</sup> et rémunération complémentaire revêtant un caractère plus marginal<sup>71</sup>. De plus, à côté de cette multiplication des formes de rémunération<sup>72</sup>, il faut ajouter une forte variabilité dans les éléments pris en compte : tantôt fixe, tantôt variable (constituée alors d'un intéressement à la progression des affaires)<sup>73</sup>. Les graphiques ci-après montrent les multiples types de rémunération des dirigeants sociaux et leur part dans la rémunération totale octroyée de certaines entreprises françaises<sup>74</sup>.

### Détails des éléments de rémunération accordés par les cinq sociétés françaises cotées qui ont le mieux rétribué leurs dirigeants exécutifs en 2007



<sup>68</sup> Via les salaires.

<sup>69</sup> Via les *bonus*, les *stock-options* et les actions gratuites.

<sup>70</sup> Via les *golden hellos*, les parachutes dorés et les retraites complémentaires.

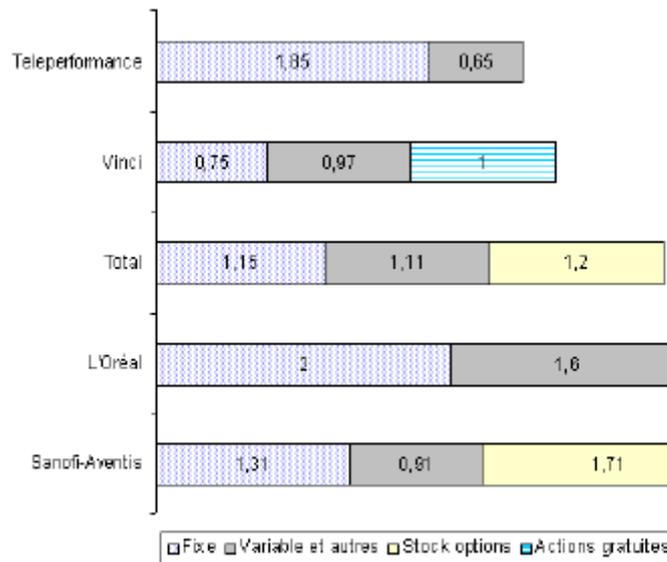
<sup>71</sup> Via l'octroi de jetons de présence et d'avantages en nature. L'entreprise peut aussi souscrire un contrat de capitalisation d'assurance-vie. Les cotisations bénéficient d'une marge de défiscalisation pour le bénéficiaire.

<sup>72</sup> Les entreprises qui ont des filiales à l'étranger peuvent fractionner la rémunération entre différents pays en faisant valoir que le salarié exerce son activité dans une ou plusieurs filiales étrangères. Une partie du salaire peut ainsi être domicilié dans un pays où la fiscalité est plus favorable (« *split paiement* »).

<sup>73</sup> Le rapport 2010 de l'Autorité des marchés financiers fait apparaître que 58 sociétés sur 60 de l'échantillon, soit 97 %, indiquent faire bénéficier leurs dirigeants mandataires sociaux d'une rémunération variable (AMF, « Rapport 2010 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants », *op. cit.*, p.64). Ce chiffre est équivalent à celui constaté sur l'exercice 2008 bien que l'échantillon retenu ne soit pas identique. Les 34 sociétés du CAC 40 de l'échantillon ont mis en œuvre une politique de rémunération variable.

<sup>74</sup> Rapport Houillon, p.13 et 15.

### Détails des éléments de rémunération accordés par les cinq sociétés françaises cotées qui ont le mieux rétribué leurs dirigeants non exécutifs en 2007



**6. La France, un pays loin d'être isolé dans ce puzzle de la rémunération.** - De manière comparée, la plupart des pays caractérisés par une économie de marché adopte une posture identique à la France en faisant place à différentes modalités dans la rémunération des dirigeants sociaux<sup>75</sup>. A propos de la rémunération du directeur général *stricto sensu*, le tableau ci-dessous recensant les pratiques mondiales de rémunération des sociétés cotées dont le chiffre d'affaires est compris entre un et trois de milliards illustre nos propos<sup>76</sup>.

#### Structure comparée de la rémunération du directeur général de sociétés cotées

Country	Base Salary (%)	Cash Bonus (%)	Incentive Plan Compensation (%)
United States	23	17	60
Brazil	27	41	32
Germany	39	47	14
United Kingdom	40	38	22
France	44	25	31
Ireland	44	43	13
Hong Kong	51	19	30
Netherlands	51	28	21
Belgium	52	26	22
Italy	52	29	19
Japan	71	12	17

<sup>75</sup> Peut-il d'ailleurs en être différemment dans le modèle de mondialisation des règles du jeu dans lequel se trouvent plongés les marchés, les sociétés cotées et leur actionariat devenu si international du fait de l'implication grandissante des investisseurs collectifs ?

<sup>76</sup> Pour plus de détails : Watson, Wyatt Worldwide, « Executive pay practices around the world », London: Watson Wyatt, 2009.

## **B. Cadre juridique développé dans les sociétés cotées : des évolutions mêlant *hard law* et *soft law***

**7. Une lente maturation à l'image des sociétés non cotées.** - Jusqu'au début des années 2000, les textes se révélaient peu prolixes sur la rémunération des dirigeants qu'il s'agisse des sociétés cotées ou non. Le thème des sociétés non cotées atteste de cet état de fait<sup>77</sup>. Pour prendre l'exemple des sociétés à responsabilité limitée (SARL), le Code de commerce – dans sa partie législative et réglementaire – ne contient aucune disposition spécifique relative à la rémunération des gérants et il a fallu plusieurs positions prises par les magistrats de l'ordre judiciaire, pour qu'un régime cohérent se mette en place. Un tel constat ne poserait guère de difficulté si, non seulement la SARL n'était pas la forme de société la plus constituée en France<sup>78</sup>, mais encore l'enjeu fiscal pour les dirigeants n'avait été d'importance pendant de longues années<sup>79</sup>. Ce sont les associés<sup>80</sup> qui choisissent librement le mode de rémunération du gérant : somme fixe mensuelle, intéressement au chiffre d'affaires ou aux résultats, ... En d'autres termes, il résulte de plusieurs décisions de la Haute Cour que ce sont les statuts<sup>81</sup> ou mieux, une décision collective des associés, qui déterminent la rémunération des gérants de SARL et son évolution ultérieure<sup>82</sup>. Cependant, la question de savoir si la décision fixant une telle rémunération est une convention réglementée se pose avec âpreté en jurisprudence et ce, depuis un certain temps<sup>83</sup>. L'enjeu n'est pas négligeable puisque déterminant la possibilité pour le gérant associé de prendre part au vote sur la décision arrêtant sa rémunération<sup>84</sup>. Récemment, un arrêt de principe de la Cour de cassation du 4 mai 2010 est venu affirmer que la détermination de la rémunération du

<sup>77</sup> Critiquant l'opacité existant en ce domaine : B. Dondero, « Pour une transparence ponctuelle de la rémunération des mandataires sociaux des SA non cotées », *LPA*, 27 avr. 2004, p.6.

<sup>78</sup> Parmi les entreprises créées sous forme de société en France en 2010, 81 % sont des SARL et 14 % des sociétés par actions simplifiées (SAS). La part des sociétés par actions simplifiées augmente nettement depuis 2008, réduisant d'autant la part des SARL : 4 % en 2008, 10 % en 2009, 14 % en 2010 (C. Hagège et C. Masson, « En 2010, hausse des créations d'auto-entreprises mais aussi de sociétés », *INSEE Première*, janvier 2011, n°1334, <http://www.insee.fr/fr/ffc/ipweb/ip1334/ip1334.pdf>).

<sup>79</sup> Cet enjeu était en lien avec le statut fiscal des gérants de SARL qui a été marqué longtemps par une différence selon que les dirigeants étaient majoritaires ou minoritaires. A propos de l'alignement des deux catégories de gérants : P. Merle, « Droit commercial : Sociétés commerciales », Dalloz, 2010, *spéc.* p.220 et s., n°191 et s.

<sup>80</sup> Il est admis de longue date que le gérant ne peut pas déterminer lui-même sa rémunération (Cass. Com., 12 mars 1974, *Gaz. Pal.*, 1974, II, 2, p.662).

<sup>81</sup> Cass. Com., 11 janvier 1972, *D.*, 1972, *Jurisp.*, p.559, note C. Orenge.

<sup>82</sup> Lorsqu'une décision collective des associés a été adoptée conformément aux dispositions statutaires, celle-ci ne saurait être modifiée par voie judiciaire, dès lors qu'il n'est pas établi que la décision des associés est irrégulière ou abusive (Cass. Com., 31 mars 2009, *D.*, 2009, p.1242, note R. Salomon ; *Bull. Joly Sociétés*, 2009, n°7, p.660, note P. Le Cannu ; *Rev. sociétés*, 2009, p.601, note B. Dondero). Par ailleurs, avant de saisir le juge, il est nécessaire qu'une décision collective ait été sollicitée : Cass. Com., 14 nov. 2006, *Bull. Joly Sociétés*, 2007, n°3, p.369, note A. Lecourt ; *D.*, 2006, A.J., p.2914, note A. Lienhard, *Dr. sociétés*, mars 2007, n°3, comm. 52, obs. J. Monnet ; CA Colmar, 13 nov. 2003, *Dr. sociétés*, mai 2004, n°8, comm. 85, obs. J. Monnet.

<sup>83</sup> Cette incertitude renvoie au débat entre l'aspect contractuel (la rémunération découlerait d'un contrat conclu entre le gérant et la SARL) ou institutionnel (la rémunération attribuée au gérant découlerait alors de la nature même de sa fonction reconnue par la législation) de la rémunération.

<sup>84</sup> Dans le cas où la convention ne serait pas une convention courante conclue à des conditions normales (art. L. 223-20 Code com.), l'article L. 223-19 du Code de commerce impose l'exclusion du gérant associé du vote *a posteriori* de l'assemblée générale sur le rapport présentant cette convention. Exposant la jurisprudence relativement divisée en la matière : P. Merle, *op. cit.*, p.220, n°190, note 4 et s.

gérant d'une SARL par l'assemblée des associés ne procède pas d'une convention et que le gérant associé peut, en conséquence, prendre part au vote<sup>85</sup>.

**8. Un mouvement national et international concernant les sociétés cotées.** - Le domaine de la SARL démontre l'actualité de cette interrogation : qui fixe la rémunération des dirigeants sociaux ? La réponse semble avoir été prise au sérieux depuis peu en matière de sociétés cotées en France<sup>86</sup> (1), mais également en Europe et dans les instances internationales (2). Néanmoins, nous ne pouvons être que frappé par la précipitation qui caractérise ces modifications qui complexifient considérablement le paysage juridique et présentent le risque de s'avérer inefficace en manquant leur cible<sup>87</sup>.

### **1. Evolution française : « R » comme rémunération et réglementation<sup>88</sup>**

**9. Une « législation-émotion »<sup>89</sup>.** - Le droit des sociétés cotées est en perpétuel mutation confirmant par la même son autonomie<sup>90</sup>. Une accélération exponentielle des réformes dans les sociétés cotées s'est produite en France depuis le début des années 2000 amenant à réfléchir, notamment, sur l'identité de l'organe en charge de déterminer cette rémunération<sup>91</sup>. Un recensement des textes adoptés dans le domaine de la rémunération laisse apparaître que pas moins d'une dizaine de réglementations ont vu le jour, soit un rythme d'un texte par an ! Pas une année sans que les politiques tentent d'apporter des modifications au paysage juridique<sup>92</sup>. Comme le note le professeur Paclot, « (...) le

<sup>85</sup> Cass. Com., 4 mai 2010, *D.*, 2010, p.1206, note A. Lienhard ; *Rev. sociétés*, 2010, p.222, note A. Couret ; *Bull. Joly Sociétés*, 2010, n°7, p.647, note B. Dondero ; *Dr. sociétés*, 2010, n°139, obs. M. Roussille ; *JCP E*, 2010, 729, note M.-L. Gallois-Cochet. Déjà en faveur de cette solution : M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, p.437, n°1017. *Contra.* : P. Le Cannu et B. Dondero, « Droit des sociétés », Montchrestien, 2009, *spéc.* p.872, n°1359.

<sup>86</sup> Pour une présentation synthétique des évolutions juridiques : Rapport n°62 (2008-2009) de M. Jean-Jacques Hyst, 29 oct. 2008, *spéc.* p.8 et s.

<sup>87</sup> Par exemple : « Retraites chapeaux : rien n'a véritablement changé », *Le Monde.fr*, 15 juin 2010.

<sup>88</sup> Titre inspiré de celui du professeur Lucas : F.-X. Lucas, « « R » comme rémunération, risque et responsabilité », *Bull. Joly Sociétés*, 2009, n°4, p.333.

<sup>89</sup> F. Rome, « Stop-Options ? », *D.*, 2009, p.857.

<sup>90</sup> X. Lagarde, « Le droit des marchés financiers présente-t-il un particularisme ? », *JCP G*, 2005, I, 182.

<sup>91</sup> Parmi une littérature abondante, cf. J.-J. Uettwiller, « Fixation et transparence des rémunérations des dirigeants », *Journal des sociétés*, mars 2009, n°63, p.33 ; S. Sylvestre, « La rémunération « d'activité » des dirigeants : brèves observations en faveur d'une réforme », *Bull. Joly Sociétés*, 2008, n°8, p.32 et les dossiers suivants : « Rémunérations des dirigeants dans les sociétés par actions », *Actes prat., préc.* ; « Rémunération et avantages des dirigeants sociaux, du classique renouvelé et du nouveau revisité », *Bull. Joly Sociétés*, 2008, n°6, p.513. Ces réflexions sont en réalité anciennes : J.-P. Amoros et M.-I. Levesque, « Vers une réforme de la rémunération des dirigeants », *Journal des sociétés*, févr. 2004, n°7, p.16 ; P. Le Cannu, « La rémunération des dirigeants des sociétés commerciales », dans *Mélanges AEDBF-France*, Banque éditeur, 1997, p.247 ; G. Lyon-Caen, « Encore la rémunération des PDG », *D. aff.*, 1996, p.162 ; A. Picand-L'Amézec, « L'autorémunération du président du conseil d'administration », *Bull. Joly Sociétés*, 1988, p.319 ; E. du Pontavice, « La fixation de la rémunération des organes de direction et de surveillance de la société anonyme », dans *Mélanges D. Bastian*, vol. 1, Litec, 1974, p.177.

<sup>92</sup> Peut-il en aller autrement alors qu'il a été brillamment démontré que l'innovation financière est un facteur de perturbation et d'enrichissement du droit (A. Couret, « Innovation financière et règle de droit », *D.*, 1990, p.135) ?

*problème des rémunérations a été traité trop souvent dans la précipitation et la passion* »<sup>93</sup>, confirmant *a fortiori* qu'en France l'acte législatif est traditionnellement considéré comme un remède aux difficultés ou, un rempart contre de nouveaux maux<sup>94</sup>.

A cette succession de textes<sup>95</sup> en tant que tel conduisant à une lisibilité difficile de la matière – et que met en exergue le tableau synthétique ci-après –, il faut ajouter que le droit français des sociétés fait place à de profondes différences touchant à la nature des dispositions (lois, décrets jusqu'à l'adoption d'arrêtés dans le domaine de la rémunération des opérateurs de marchés<sup>96</sup>, voire même de conventions), à la durée d'application des textes (texte définitif ou temporaire), aux structures sociétaires concernées (ensemble des sociétés commerciales, sociétés cotées ou entreprises ayant bénéficié de concours en fonds propres de la SPPE) et à la méthode (contrôle ou interdiction<sup>97</sup>). Au plan précisément de la méthodologie, le législateur français a agi dans quatre directions : une amélioration de l'information et de la transparence sur les rémunérations des dirigeants sociaux<sup>98</sup>, un

<sup>93</sup> Y. Paclot, « Intérêt social et rémunération des dirigeants sociaux », *Journal des sociétés*, oct. 2009, n°69, p.69, spéc. p.71.

<sup>94</sup> A. Outin-Adam et A.-M. Reita-Tran, « Excès et dérivés dans l'art de légiférer : quelques réflexions axées sur le droit des affaires », *D.*, 2006, p.2919.

<sup>95</sup> Textes auxquels il conviendrait d'ajouter diverses dispositions nationales prises au dernier trimestre 2008 à destination des établissements de crédit (conventions signées entre l'Etat et les banques au titre des prêts de la SFEF, conventions signées entre l'Etat et les banques au titre des apports de la SPPE). Cf. Cour des comptes, *op. cit.*, p.62 et s.

<sup>96</sup> Arr. du 3 novembre 2009 du ministre de l'économie et modifiant le règlement bancaire n° 97-02 relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. A propos de l'évolution des règles en matière de rémunération des professionnels de marché : I. Tchotourian, « Du « *window dressing* » en matière de *bonus* ? Analyse de l'attitude des régulateurs face aux rémunérations des professionnels de la finance », *RRJ*, 2010, n°3, N. XXXV - 133, p.1335.

<sup>97</sup> I. Parachkevova, « La rémunération des dirigeants des sociétés cotées : de la morale à la réforme », *RID éco.*, 2010, n°2, p.241, spéc. p.248.

<sup>98</sup> L. n° 2001-420 du 15 mai 2001 (pour une approche critique : C. Champaud et D. Danet, *RTD com.*, 2002/1, p.97) et n° 2005-842 du 26 juillet 2005 (A. Viandier, « La soumission des indemnités de départ des dirigeants sociaux à la procédure des conventions réglementées », *JCP E*, 2005, I, 1585 ; H. Hovasse, « La loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et les sociétés par actions », *Dr. sociétés*, 2005, étude 13 ; C. Malecki, « La loi Breton et les rémunérations des dirigeants sociaux : le long chemin vers la transparence », *Bull. Joly Sociétés*, 2005, n°11, p.1193). La loi du 15 mai 2001 a établi le dispositif suivant figurant à l'article L. 225-102-1 du Code de commerce : le rapport du conseil d'administration ou du directoire à l'assemblée générale rend compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés, durant l'exercice, à chaque mandataire social. Il indique également le montant des rémunérations et des avantages de toute nature que chacun de ces mandataires a reçu durant l'exercice de la part des sociétés contrôlées au sens de l'article L. 233-16 ou de la société qui contrôle, au sens du même article, la société dans laquelle le mandat est exercé. Une ordonnance du 24 juin 2004 est venue préciser que l'information englobait les attributions de titres de capital, de titres de créances ou de titres donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances de la société ou des sociétés mentionnées aux articles L. 228-13 et L. 228-93. En outre, la loi du 26 juillet 2005 (ainsi que celle du 21 août 2007) a imposé que le rapport de gestion décrive en les distinguant les éléments fixes, variables et exceptionnels composant ces rémunérations et avantages ainsi que les critères en application desquels ils ont été calculés ou les circonstances en vertu desquelles ils ont été établis. Il indique aussi les engagements de toutes natures au bénéfice de ses mandataires sociaux, correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la prise, de la cessation ou du changement de ces fonctions ou postérieurement à celles-ci. L'information donnée à ce titre doit préciser les modalités de détermination de ces engagements. Hormis les cas de bonne foi, les versements et les engagements pris en méconnaissance de ces dispositions peuvent être annulés. Enfin, les actionnaires sont mieux informés en matière de *stock-options* puisque, chaque année, l'assemblée générale ordinaire doit être informée,

encadrement plus strict du recours aux *stock-options*<sup>99</sup>, un conditionnement des indemnités de départ à la réalisation de certains objectifs de performance<sup>100</sup> et une interdiction des rémunérations variables au profit des dirigeants de sociétés aidées par l'Etat<sup>101</sup>.

**10. Un droit fiscal participant à plus d'encadrement**<sup>102</sup>. - En parallèle du droit des sociétés *stricto sensu*, la norme fiscale est également partie prenante du mouvement français de réglementation. Une fiscalisation progressive et partielle des éléments de rémunération variable et exceptionnelle s'est progressivement mise en place pour réajuster les régimes de prélèvements sociaux et fiscaux. Tout d'abord, la loi n° 2007-1786 du 19 décembre 2007 a prévu que les sociétés versent une contribution spécifique sur les options attribuées en leur sein à compter du 16 octobre 2007<sup>103</sup>. Plus récemment, la loi n° 2008-1330 du 17 décembre 2008 a assujéti aux cotisations sociales, dès le premier euro, les indemnités de départ des mandataires sociaux supérieures à un montant d'un million d'euros. Ensuite, la loi n° 2008-1425 du 27 décembre 2008 a plafonné à 200 000 euros le montant des indemnités de départ déductibles du bénéfice imposable au titre de l'impôt sur les sociétés. Enfin, la loi n° 2008-1443 du 30 décembre 2008 a rendu impossible la déduction des résultats les indemnités de départ au-delà d'un certain montant<sup>104</sup>.

---

dans un rapport spécial, des plans d'options mis en œuvre. Ce rapport concerne chacun des mandataires sociaux et chacun des dix salariés dont le nombre d'options consenties est le plus élevée (art. L. 225-184 C. com.).

<sup>99</sup> L. n° 2006-1770 du 30 déc. 2006 et n° 2008-1258 du 3 déc. 2008. En vertu du premier texte, le conseil d'administration ou le conseil de surveillance doit décider, soit que les mandataires sociaux ne peuvent lever leur option avant la cessation de leurs fonctions, soit qu'ils sont tenus de conserver jusqu'à la cessation de leurs fonctions un certain nombre d'actions issues de la levée d'option (art. L. 225-185 C. com.). La loi du 3 décembre 2008 a décidé que si les *stock-options* existaient pour certains dirigeants, il devait y avoir une disposition pour l'ensemble des salariés : des *stock-options*, des actions gratuites, d'avantage d'intéressement ou de participation (art. L. 225-186-1 et L. 225-197-6 C. com.).

<sup>100</sup> L. n° 2007-1223 du 21 août 2007 (A. Viandier, « Les engagements d'indemnisation des dirigeants sociaux près la loi n°2007-1223 du 21 août 2007 », *JCP E*, 2007, 2129 ; H. Hovasse, « La réforme des parachutes dorés dans la loi du 21 août 2007 », *Dr. sociétés*, 2007, comm. 197 ; D. Vidal, « Les modifications apportées par l'article 17 de la loi n°2007-1223 du 21 août 2007 au régime des rémunérations, indemnités et avantages à caractère différé en faveur des dirigeants de sociétés anonymes inscrites sur le marché réglementé », *Bull. Joly Sociétés*, 2007, n°11, p.1147 ; P. Le Cannu, « L'encadrement des rémunérations des dirigeants de sociétés cotées : l'apport de la loi n°2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat », *Rev. sociétés*, 2007, p.465). En vertu de l'article L. 225-42-1 du Code de commerce (art. L. 225-90-1 dans les SA duales), sont interdits les éléments de rémunération, indemnités et avantages dont le bénéfice n'est pas subordonné au respect de conditions liées aux performances du bénéficiaire. Aucun versement, ne peut intervenir avant que le conseil d'administration ou le conseil de surveillance ne constate, lors ou après la cessation ou le changement effectif des fonctions, le respect des conditions prévues. Cette décision est rendue publique selon des modalités et dans des délais fixés par décret en Conseil d'Etat. Tout versement effectué en méconnaissance de ces dispositions est nul de plein droit.

<sup>101</sup> D. du 30 mars et du 20 avr. 2009 (Y. Paclot, « A propos du décret du 30 mars 2009 sur les rémunérations de certains dirigeants », *RD bancaire et fin.*, mars-avr. 2009, p.1 ; H. Hovasse, « Politique de rémunération prévue par le décret n°2009-348 du 30 mars 2009 », *Dr. sociétés*, juin 2009, comm. 115).

<sup>102</sup> Déjà : P. Serlooten, « Le choix du mode de rémunération des dirigeants sociaux : critère fiscal », *Bull. Joly Sociétés*, 2000, p.887.

<sup>103</sup> Les options de souscription ou d'achat d'actions ont été assujétiées à une contribution sociale fixée à 10 % pour les employeurs et à 2,5 % pour les bénéficiaires. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2011, ce taux de 2,5 % a été porté à 8 %, sauf dans certains cas d'attributions gratuites d'actions (cf. Instruction du 25 mai 2011, BOI5 F-11-11 du 3 juin 2011).

<sup>104</sup> Dénonçant cependant l'incomplétude des règles fiscales : Rapport Houillon, p.56 et s.

### Récapitulatif des évolutions réglementaires françaises intervenues depuis 2001

Textes législatifs et réglementaires	Points essentiels
Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001	Information des actionnaires sur les rémunérations des principaux dirigeants (salaires, <i>stock-options</i> , indemnités et retraites chapeau). Extension du champ des conventions réglementées. Dissociation des fonctions de président du conseil d'administration ou de surveillance et de directeur général.
Loi n° 2002-1303 du 29 octobre 2002	Limitation du cumul des mandats sociaux.
Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005	Inclusion des avantages en nature et des rémunérations différées dans le champ des conventions réglementées. Accroissement des informations délivrées aux actionnaires à travers le rapport annuel.
Loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006	Définition des conditions de souscription d'options par les mandataires sociaux ou les membres du directoire.
Loi n° 2007-1223 du 21 août 2007	Fixation de conditions de performance pour les indemnités de départ. Vote de l'assemblée générale sur chaque dirigeant social.
Loi n° 2008-1258 du 3 décembre 2008	Condition d'attribution de <i>stock-options</i> à la distribution corrélative, à l'ensemble des salariés et à au moins 90 % de ceux des filiales, d'options de même nature, d'actions gratuites ou de dispositifs d'intéressement et de participation.
Décret n° 2009-348 du 30 mars 2009* <i>Jusqu'au 31 décembre 2010</i>	Interdiction de distribuer des options et des actions gratuites. Interdiction du versement de la part variable en cas de licenciement de grande ampleur.
Décret n° 2009-431 du 20 avril 2009* <i>Jusqu'au 31 décembre 2010</i>	Interdiction de créer des régimes de retraite à prestations définies plus favorables que ceux existant avant les concours publics. Conditions posées au versement de parachutes dorés et interdiction en cas de licenciement de grande ampleur.

\*: dispositions ne concernant que les entreprises ayant bénéficié de concours en fonds propres de la SPPE

**11. La soft regulation présente dans les débats.** - A cette multiplication des textes sans une cohérence nette (texte adopté auquel il faudrait ajouter les propositions de lois<sup>105</sup>), s'est ajouté un autre

<sup>105</sup> M. Jean-Marc Ayrault, « Proposition de loi n°1896 (2009-2010) visant à rendre plus justes et plus transparentes les politiques de rémunérations des dirigeants d'entreprises et des opérateurs de marché », 2 sept. 2009 ; M. Mercier, « Proposition de loi n°415 (2008-2009) tendant à soumettre les contributions des employeurs destinées au financement des régimes de retraites conditionnant la constitution des droits à prestation à l'achèvement de la carrière, dits "retraites chapeaux" », 18 mai 2009 ; F. Sauvadet et C. de Courson, « Proposition de loi n°1671 (2008-2009), visant à démocratiser le mode de fixation des rémunérations des mandataires sociaux dans les sociétés anonymes », 13 mai 2009 ; N. Bricq, « Proposition de loi n°54 (2008-2009) visant à réformer le statut des dirigeants de sociétés et à encadrer leurs rémunérations », 23 oct. 2008.

phénomène de complexification, cette fois, liée au droit lui-même et à sa construction : une multiplication des sources du droit français des sociétés par actions. En deçà des sources classiques du droit – auquel peut être ajouté le droit « produit » par l'AMF par le biais de la publication de son rapport annuel sur le contrôle interne et les rémunérations –, le thème de la rémunération des dirigeants sociaux connaît un foisonnement de sources qui contribue à élaborer la norme commune<sup>106</sup>. Les organisations privées d'entreprises produisent ainsi leurs propres recommandations et interprétations venant compléter et expliciter le cadre législatif en matière de rémunération<sup>107</sup> (Mouvement des entreprises de France et l'Association française des entreprises privées<sup>108</sup>). Comme le précisait la Cour des comptes dans son rapport de mai 2010, le dispositif français présente la particularité d'être fondée en partie sur l'autorégulation<sup>109</sup>. Cela s'est fait d'autant plus ressentir fin 2008 lorsque, souhaitant éviter l'invasion du législatif dans la sphère du contrat, le MEDEF et l'Afep dévoilèrent le 6 octobre 2008 un jeu de recommandations sur la rémunération des dirigeants de sociétés cotées<sup>110</sup>.

Bien qu'il ne soit pas davantage détaillé dans le tableau qui suit, le code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées Afep/MEDEF énonce des recommandations : mettre un terme au contrat de travail en cas de mandat social, améliorer la lisibilité et les critères d'attribution de la partie variable, mettre un terme aux indemnités de départ abusives, renforcer l'encadrement des régimes de retraite supplémentaires, fixer des conditions de performance pour les *stock-options* et améliorer la transparence des éléments de rémunération pour les actionnaires<sup>111</sup>. Le contenu de ce code a pris une importance particulière avec l'introduction des articles L. 225-37, L. 225-68 et L. 226-10-1 du Code de commerce<sup>112</sup> qui ont consacré le principe « *comply or explain* »<sup>113</sup> et ont reconnu *a contrario* les interactions entre *hard law* et *soft law*.

<sup>106</sup> Sur la place des acteurs professionnels ou, para-professionnels de la normalisation en gouvernance d'entreprise : C. Chatelin-Ertur et S. Onnée, *op. cit.*, p.27 ; B. Le Bars, « Réflexions sur l'élaboration de la norme : l'exemple du gouvernement d'entreprise », dans *Le contrôle des entreprises : évolution et perspectives*, C. Hannoun et B. Le Bars (dir.), L'Harmattan, 2007, p.115 ; N. Molfessis, « Les pratiques juridiques, sources du droit des affaires », *LPA*, 27 nov. 2003, n°237, p.4. Déjà : L. Cohen-Tanugi, « Le droit sans Etats ? », *Archives de Philosophie du Droit*, 2003, n°47, p.285.

<sup>107</sup> B. Fagès, « Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise », *Bull. Joly Sociétés*, 2009, n°4, p.430.

<sup>108</sup> A ce tableau, auraient pu être ajoutés les nombreux apports et travaux de l'Association française de gestion financière (Afg), de l'Institut Français des Administrateurs (IFA) et de l'Association nationale des sociétés par actions (ANSA).

<sup>109</sup> Cour des comptes, *op. cit.*, p.68.

<sup>110</sup> MEDEF/Afep, « Recommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé », oct. 2008 ; MEDEF/Afep, « Recommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux de sociétés cotées », janvier 2007.

<sup>111</sup> MEDEF/Afep, « Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », déc. 2008.

<sup>112</sup> Les textes disposent que lorsqu'une SA se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises, le rapport de gestion annuel précise également les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été. Si une société ne se réfère pas à un tel code de gouvernement d'entreprise, ce rapport indique les règles retenues en complément des exigences requises par la loi et explique les raisons pour lesquelles la société a décidé de n'appliquer aucune disposition de

## Synthèse des recommandations du MEDEF et de l'Afep depuis 2007

Sources professionnelles	Points essentiels
Recommandations MEDEF/AFEP janv. 2007	<p>Définition de principes (exhaustivité, marché de référence, cohérence, simplicité et stabilité des règles, mesure).</p> <p>Rôle du comité de rémunération dans la proposition de rémunération.</p> <p>Différenciation de la partie fixe selon que le dirigeant mandataire social poursuit une carrière sans discontinuité dans la société ou qu'il est recruté à l'extérieur.</p> <p>Lisibilité du <i>bonus</i> pour les actionnaires et fixation pour une période déterminée. En outre, le lien avec la partie fixe de la rémunération doit être clairement établi, à travers un pourcentage maximum adapté au métier de la société. De surcroît, il est suggéré de mettre en place des critères quantitatifs et qualitatifs d'attribution qui soient simples, peu nombreux mais précis, objectifs, mesurables et adaptés à la stratégie d'entreprise.</p> <p>Octroi des <i>stock-options</i> et des actions gratuites sur la base d'une politique d'attribution raisonnable et appropriée, reposant notamment sur des objectifs de performance à échéance d'une ou plusieurs années.</p> <p>Prévision contractuelle des indemnités liées à la cessation des fonctions et ce, dès l'origine en fonction de la partie fixe de la rémunération, et prise en compte de l'existence de droits à une retraite supplémentaire.</p> <p>Information très complète des actionnaires avec un rapport qui doit comporter quatre parties.</p>
Recommandations MEDEF/AFEP oct. 2008	<p>Interdiction du cumul d'un mandat social avec un contrat de travail.</p> <p>Renforcement de l'encadrement des régimes de retraite supplémentaire (élargissement des bénéficiaires, augmentation limitée des droits...).</p> <p>Plafonnement des indemnités de départ à deux ans de rémunération et interdiction dans les entreprises en situation d'échec.</p> <p>Versement de l'indemnité de départ uniquement en cas de départ contraint et lié à un changement de contrôle ou de stratégie.</p> <p>Fixation des conditions de performance à l'attribution d'actions gratuites ou d'options de souscription d'action.</p> <p>Amélioration de la transparence à tous les éléments de rémunération, acquis ou potentiels.</p>
Comité des sages MEDEF/AFEP avr. 2009	Contribution à la bonne application des principes de mesure, d'équilibre et de cohérence des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux en cas de recours massif au chômage partiel ou de plans sociaux d'ampleur.

ce code de gouvernement d'entreprise. En dépit de la liberté dans laquelle se trouvent les entreprises quant au choix du code de gouvernement d'entreprise, un auteur a habilement relevé que les instances patronales et le gouvernement français tendent depuis peu à mettre fin à cette liberté et à imposer le code élaboré conjointement par l'Afep et le MEDEF comme référence et ce, en contradiction avec les textes de loi (I. Parachkevova, *art. préc.*, p.247).

<sup>113</sup> V. Magnier, « La règle de conformité ou l'illustration d'une acculturation méthodologique complexe », dans *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise : Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, V. Magnier (dir.), L.G.D.J. Lextenso éditions, 2010, p.249 ; A. Couret, « The "Comply or explain" principle: From a simple financial markets regulation to a wide method of regulation », *RTD fin.*, avr. 2010, n°4, p.4 ; B. Fasterling et J.-C. Duhamel, « Bilan de l'application du comply or explain par les sociétés françaises du SBF 120 », *Bull. Joly Bourse*, 2009, n°12, p.524 ; B. Fasterling et J.-C. Duhamel, « Le comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *RID éco.*, 2009, n°2, p.129 ; J.-B. Poulle, « La mise à l'épreuve du principe « se conformer ou expliquer » au Royaume-Uni », *JCP E*, 29 janvier 2009, 1123 ; V. Magnier, « Le principe « se conformer ou s'expliquer », une consécration en trompe l'œil ? », *JCP E*, 5 juin 2008, n°23, p. 3 ; J.-B. Poulle, « L'apparition du principe « se conformer ou expliquer » en droit français », *RTD fin.*, janvier 2008, n°1.

**12. Synthèse des réformes françaises portant sur l'organe décisionnel.** - En matière de sociétés dont les titres sont admis sur un marché réglementé, les organes sociaux paraissent avoir une compétence exclusive<sup>114</sup> ou, partagée, dans la détermination de la rémunération de ces dirigeants. D'une part, l'assemblée générale détermine la rémunération des administrateurs<sup>115</sup> et des membres du conseil de surveillance<sup>116</sup> sous la forme de jetons de présence<sup>117</sup>. Néanmoins, les conseils d'administration et de surveillance participent *a minima* au processus décisionnel en déterminant la répartition finale de la somme entre les différents membres des conseils concernés. D'autre part, les conseils d'administration et de surveillance participent à l'attribution d'une rémunération au profit de certains administrateurs ou membres du conseil de surveillance (président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance)<sup>118</sup>, de la direction générale (directeur général, directeurs généraux délégués)<sup>119</sup> et des membres du directoire<sup>120</sup>. Pour les rémunérations exceptionnelles des administrateurs<sup>121</sup> et des membres du conseil de surveillance<sup>122</sup>, ces dernières donnent lieu à l'application éventuelle de la procédure des conventions réglementées et au jeu des articles L. 225-38 à L. 225-42 du Code de commerce<sup>123</sup>.

Le constat qui ressort des évolutions françaises initiées depuis le début des années 2000 est le suivant : d'un côté, un pouvoir restreint et non exclusif de l'assemblée générale (même si la réglementation sur les indemnités de départ donne à cet organe un rôle plus important), d'un autre côté, un pouvoir

<sup>114</sup> M. Benhacine, *op. cit.*

<sup>115</sup> Art. L. 225-83 C. com. La rémunération perçue par un administrateur n'est pas assimilable à un salaire et ne donne pas droit au régime général de la sécurité sociale ni à la fiscalité des traitements et salaires.

<sup>116</sup> Art. L. 225-45 C. com.

<sup>117</sup> Cette solution est celle qui se retrouve dans les autres sociétés commerciales. Toutefois, elle n'a aucun caractère impératif. Alors que certains préconisaient que les administrateurs reçoivent leurs jetons sous forme d'actions de la société administrée, l'ANSA a rejeté cette possibilité (ANSA, Com. n° 2834, juin 1996).

<sup>118</sup> Art. L. 225-47 al. 1<sup>er</sup> et L. 225-81 C. com.

<sup>119</sup> Art. L. 225-53 al. 3 C. com. Le pouvoir du conseil d'administration s'étend à la modification de la rémunération (P. Le Cannu et B. Dondero, *op. cit.*, p.528 et s., n°724 et la jurisprudence citée). Concernant cette modification, la jurisprudence admet également qu'au regard de l'intérêt social et lorsque les difficultés économiques de l'entreprise rendent insupportables le poids de cette rémunération (CA Paris, 7 juin 2000, *JCP E*, 2000, p.1214 ; *Bull. Joly Sociétés*, 2000, p.957, note P. Scholer ; CA Paris, 19 mai 1998, *Dr. sociétés*, oct. 1998, comm. 129, obs. D. Vidal ; *Bull. Joly Sociétés*, 1998, p.1164, note M. Storck) ou, lorsque l'intéressé a perdu la confiance du conseil (CA Paris, 7 juin 2000, *préc.*), que le conseil d'administration puisse modifier une rémunération différée approuvée préalablement par l'assemblée générale.

<sup>120</sup> Art. L. 225-63 C. com. Le conseil de surveillance peut modifier la rémunération en cours de fonctions des membres du directoire (Cass. Com., 16 juill. 1985, *Bull. Joly Sociétés*, 1985, p.865 ; *Rev. sociétés*, 1985, p.842, note J. Guyénot ; *D.*, 1986, IR, p.84). De même, la jurisprudence a décidé que l'attribution d'une retraite complémentaire à un membre du directoire relevait de la seule compétence du conseil de surveillance (CA Paris, 1<sup>er</sup> mars 1996, *BRDA*, 1996, n°14, p.15).

<sup>121</sup> Art. L. 225-46 C. com.

<sup>122</sup> Art. L. 225-84 C. com.

<sup>123</sup> Art. L. 225-86 à L. 225-90 C. com. pour les SA à structure duale. Hormis cette rémunération et celle attachée au versement de jetons de présence, les administrateurs (art. L. 225-44 C. com.) et les membres du conseil de surveillance (art. L. 225-85 C. com.) n'ont droit à aucune autre rémunération sauf à cumuler le mandat avec un contrat de travail. Ainsi, l'administrateur qui reçoit une pension retraite de sa société ne peut demeurer ou devenir administrateur (J.-C. Gourgues, « Dirigeants sociaux et règle du non-cumul de fonctions rémunérées avec une pension de retraite », *Dr. sociétés*, sept. 1995, n°9, chron., p.1).

certain et exclusif du conseil d'administration ou du conseil de surveillance. Plus globalement, les dispositions se rejoignent autour des éléments suivants<sup>124</sup> :

- Absence de plafond dans la rémunération ;
- Maintien du principe de la liberté contractuelle qui ne connaît que des exceptions<sup>125</sup> ;
- Développement d'une certaine « procéduralisation » qui renvoie *de facto* à l'idée de gouvernement d'entreprise<sup>126</sup> ;
- Accroissement sensible de la transparence ;
- Mise en place d'une mesure de la rémunération et d'un lien avec la performance de l'entreprise<sup>127</sup> ;
- En passant par ce que certains qualifient de *coaching* éthique<sup>128</sup>.

Toutefois, y-a-t-il véritablement partage du pouvoir ou, à tout le moins, un rééquilibrage entre les organes de direction et l'assemblée générale ? Nous pouvons en douter tant les actionnaires des sociétés cotées françaises ne votent toujours pas sur la politique de rémunération, mais seulement sur le rapport annuel ... contrairement aux choix législatifs faits dans d'autres pays<sup>129</sup> et aux préconisations des instances européennes et de l'OCDE.

<sup>124</sup> En ce sens : B. Dondero, *art. préc.*, p.119 et s., n°20 et s.

<sup>125</sup> La soumission des modalités de départ des dirigeants de sociétés cotées à la procédure des conventions réglementées peut être lue en ce sens.

<sup>126</sup> Comme l'écrit à juste titre M. Portier, « (...) *les normes de gouvernance contemporaine ont en commun un grand degré de formalisme. Qu'il s'agisse de la constitution de comités, de la proportion d'administrateurs indépendants ou du degré de détail de l'information financière due au marché, les procédures formelles induites par ces mécanismes constituent aujourd'hui une charge lourde pour les entreprises. Et la multiplication – voire simplement la médiatisation – des dérives constatées au sein de certaines entreprises, leur perception par le grand public et la pression créée par celle-ci sur le politique n'ont fait, depuis une dizaine d'années, qu'accroître cette dimension formelle dans une logique de fuite en avant, sans que, curieusement, l'efficacité même de l'approche conceptuelle dominante soit véritablement évaluée* » (P. Portier, « Rémunération des dirigeants : une crise morale, une gouvernance dépassée », *art. préc.*, p.192).

<sup>127</sup> L'exemple le plus marquant étant sans aucun doute celui des indemnités de départ avec le lien que la loi impose de faire avec l'idée de performance. Toutefois, ne sont pas visés par les conditions de performance les indemnités versées en contrepartie d'une clause de non concurrence, ainsi que les engagements de retraite complémentaire qui sont seulement soumis à la procédure des conventions réglementées (pour les SA monistes : art. L. 225-41-1 *in fine* C. com.).

<sup>128</sup> M. Germain, « Rémunération des dirigeants : évolution ou révolution ? », *JCP E*, 4 juin 2009, n°23, 1576, *spéc.* n°18 et s.

<sup>129</sup> Le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* adopté aux Etats-Unis à l'été 2010 instaure, au profit des actionnaires de sociétés cotées, un double droit de vote facultatif concernant la rémunération des dirigeants sociaux : le fameux *Say on pay*. Le premier est un vote destiné à se prononcer sur la rémunération des dirigeants telle qu'elle se retrouve divulguée dans la procuration. Le second est un vote (qui doit avoir lieu au moins une fois tous les six ans) pour déterminer la fréquence du *Say on pay*, à savoir, si les actionnaires doivent s'exprimer tous les ans, les deux ans ou les trois ans sur la rémunération de leurs dirigeants. De plus, cette réforme législative apporte des précisions en matière de fusion, d'acquisition et d'opération portant sur les biens de la société et instaure un *Say-on-golden parachute*.

Tableau de la répartition des pouvoirs en matière de rémunération

Organe concerné par la rémunération	Type de rémunération	Organe décisionnel	Texte de loi (Code de commerce)
Membre du conseil d'administration	« Jetons de présence »	- L'assemblée générale alloue une somme fixe annuelle - Le conseil d'administration détermine la répartition	Art. L. 225-45
Président du conseil d'administration (*) (**)	« sa rémunération »	Conseil d'administration	Art. L. 225-47 al. 1 <sup>er</sup>
Directeur général (*) (**)	« la rémunération »	Conseil d'administration	Art. L. 225-53 al. 3
Directeur général délégué (*) (**)	« la rémunération »	Conseil d'administration	Art. L. 225-53 al. 3
Membres du conseil de surveillance	« Jetons de présence »	- L'assemblée générale alloue une somme fixe annuelle - Le conseil de surveillance détermine la répartition	Art. L. 225-83
Président et vice-président du conseil de surveillance	« leur rémunération »	Conseil de surveillance	Art. L. 225-81 al. 1 <sup>er</sup>
Membres (et président) du directoire (*) (**)	« le mode et le montant de la rémunération de chacun des membres »	Conseil de surveillance	Art. L. 225-63
Administrateurs et membres du conseil de surveillance	« des rémunérations exceptionnelles »	- Conseil d'administration ou conseil de surveillance - L'assemblée générale intervient <i>s'il s'agit</i> d'une convention réglementée	Art. L. 225-46 et L. 225-84
<p>Pour les « éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de ces fonctions, ou postérieurement à celles-ci » versés aux dirigeants d'une société <i>cotée</i> ou une société du groupe identifiés avec une étoile (*) : intervention de l'assemblée générale par le biais de la procédure des conventions réglementées (art. L. 225-22-1, L. 225-42-1, L. 225-79-1 et L. 225-90-1 C. com.)</p>			
<p>Pour les <i>stock-options</i> et les actions gratuites versés aux dirigeants identifiés avec deux étoiles (**): autorisation de l'assemblée générale extraordinaire et attribution par le conseil d'administration ou le directoire et existence de restrictions quand la société est <i>cotée</i> (art. L. 225-185, L. 225-186-1 et L. 225-197-1 III C. com.)</p>			

## 2. Évolutions européenne et internationale : un régime approprié de rémunération et un renforcement de la gouvernance

### a) Une Europe proactive

13. L'Europe participe activement au débat sur la gouvernance des entreprises<sup>130</sup> et à la rémunération des dirigeants sociaux des sociétés cotées et ce, au travers de plusieurs initiatives de valeur juridique différente<sup>131</sup>.

14. **Définition d'objectifs.** - En mai 2003, la Commission européenne a adopté une communication intitulée « Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne - Un plan pour avancer »<sup>132</sup>. Parmi toute une série de propositions visant à renforcer les droits des actionnaires et à moderniser le conseil d'administration, cette communication prévoit une initiative visant à encourager la mise en œuvre d'un régime réglementaire approprié de rémunération des administrateurs dans les États membres<sup>133</sup>. Cette volonté s'est concrétisée dans plusieurs positions prises par la Commission européenne, dont la dernière en date est un Livre Vert.

15. **Recommandation 2004/913/CE.** - Le 14 décembre 2004, la Commission a adopté la recommandation 2004/913/CE encourageant la mise en œuvre d'un régime approprié de rémunération des administrateurs des sociétés cotées<sup>134</sup>, suivie, le 15 février 2005, de la recommandation 2005/162/CE concernant le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de

<sup>130</sup> A. Lecourt, « Rémunérations des dirigeants de sociétés cotées et politique de rémunération dans le secteur des services financiers : bilan mitigé un an après la publication des recommandations du printemps 2009 », *Rev. sociétés*, 2010, p.603 ; I. Tchotourian, « Synthèse des initiatives européennes en matière de sociétés par actions au cours de l'année 2007 : Maintien du cap pour une meilleure gouvernance ! », *Revue Juridique Thémis*, 2008, vol. 42, p.483.

<sup>131</sup> Le Forum européen sur la gouvernance d'entreprise a également publié des préconisations le 23 mars 2009 (pour un commentaire : I. Tchotourian, « Définition des meilleures pratiques concernant la rémunération des dirigeants sociaux par le Forum européen », *D.*, 2009, p.1076). Au titre des dispositions contraignantes, le Règlement CE n° 809/2004 de la Commission européenne du 29 avril 2004 peut être cité. Il précise les informations devant figurer dans un prospectus établi par une société qui envisage une offre au public ou l'admission de ses titres sur un marché réglementé. Ce contenu s'applique également au document de référence qui peut être établi chaque année par les sociétés cotées.

<sup>132</sup> Comm. CE, « Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne — Un plan pour avancer », COM(2003) 284 final, 21 mai 2003, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:FR:PDF>.

<sup>133</sup> Dans ce document, la Commission européenne notait qu'un dispositif réglementaire approprié devait être composé de quatre éléments essentiels : information sur la politique de rémunération dans les comptes annuels, information sur les rémunérations individuelles des administrateurs dans les comptes annuels, approbation préalable par l'assemblée générale des systèmes prévoyant l'octroi d'actions ou d'options sur actions aux administrateurs et prise en compte appropriée des coûts de ces systèmes d'incitation dans les comptes annuels de la société.

<sup>134</sup> *JOUE* L 385, 29 déc. 2004, p.55, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:385:0055:0059:FR:PDF>.

surveillance des sociétés cotées et les comités du conseil d'administration ou de surveillance<sup>135</sup>. Ces recommandations ont pour but de garantir la transparence des pratiques de rémunération et le contrôle par les actionnaires de la politique de rémunération et de la rémunération individuelle grâce à la divulgation des rémunérations, à l'introduction d'un vote obligatoire ou consultatif concernant la déclaration sur les rémunérations, ainsi qu'à l'approbation par les actionnaires des plans de rémunération basée sur des actions. Elles ont aussi pour objectif d'assurer qu'une surveillance non exécutive efficace et indépendante soit exercée et que le comité de rémunération joue un rôle au moins consultatif au sujet des pratiques de rémunération.

**16. Recommandation 2009/385/CE.** - Suite à ces premières recommandations et à la crise financière frappant les économies mondiales, la Commission européenne a souhaité instaurer des principes supplémentaires concernant la structure de la rémunération des administrateurs. La Commission a adopté la recommandation 2009/385/CE le 30 avril 2009<sup>136</sup>. Concernant la structure de politique de rémunération (point 3), les composantes variables de la rémunération doivent être liées à des critères de performance prédéterminés et mesurables, notamment des critères de nature non financière. Ces composantes doivent être également plafonnées. Le versement des composantes variables qui représentent une part importante de la rémunération doivent être différé pendant un certain temps en fonction de critères de performance. En outre, les sociétés doivent pouvoir demander la restitution des composantes variables de la rémunération versées sur la base de données qui se révèlent manifestement erronées. De plus, les indemnités de fin de contrat doivent être limitées à un certain montant ou à une certaine durée et ne pas être versées si la résiliation du contrat est due à de mauvaises performances. Concernant la rémunération basée sur des actions (point 4), une période appropriée d'acquisition des droits doit s'appliquer aux actions, laquelle est sujette à certaines conditions de performance. Les options sur actions et les droits d'acquisition d'actions ou de rémunération sur la base de l'évolution du cours de l'action ne doivent pouvoir être acquis qu'au terme d'un délai de trois ans au moins après leur attribution et l'exercice de ces droits doit être lié à des conditions de performance. Afin d'éviter les conflits d'intérêt, les administrateurs possédant des actions dans la société doivent conserver une partie de leurs actions jusqu'à l'échéance de leur mandat. Concernant la divulgation de la politique de rémunération (point 5), la déclaration sur les rémunérations devrait être claire et facilement compréhensible. Par ailleurs, il est nécessaire que les informations relatives à la structure de la rémunération soient davantage divulguées. Concernant le vote des actionnaires (point 6), ce dernier est encouragé et les actionnaires sont invités à assister aux

<sup>135</sup> JOUE L 52, 25 févr. 2005, p.51, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:FR:PDF>.

<sup>136</sup> JOUE L 120, 15 mai 2009, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:120:0028:0031:FR:PDF>. Pour un commentaire : A. Lecourt, « Rémunération des dirigeants sociaux : la Commission européenne publie deux recommandations », *Rev. sociétés*, 2009, n°2, p.433.

assemblées générales et à faire un usage avisé de leur droit de vote. Concernant le comité de rémunération (points 7, 8 et 9), au moins un de leurs membres doit avoir des compétences dans le domaine de la rémunération. Le comité de rémunération doit procéder à une révision périodique de la politique de rémunération applicable aux administrateurs exécutifs ou aux membres du directoire, y compris de la politique en matière de rémunération basée sur des actions, ainsi que de sa mise en œuvre. Il convient que les comités de rémunération fassent preuve de prudence lorsqu'ils engagent des consultants en rémunération puisqu'ils doivent garantir que ce ne sont pas les mêmes consultants qui conseillent le département des ressources humaines de la société ou les administrateurs exécutifs ou les membres du directoire.

**17. Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise.** - Dans son Livre vert publié au premier trimestre 2011<sup>137</sup>, la Commission européenne s'intéresse encore au thème de la rémunération des dirigeants sociaux. Elle s'interroge sur la pertinence de rendre obligatoire la publication d'informations plus détaillées sur la rémunération des dirigeants sociaux et le vote des actionnaires sur la politique de rémunération et le rapport de rémunération.

**b) L'OCDE renforce ses principes de gouvernance d'entreprise**

**18. Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE.** - L'OCDE a donné les premières pistes de bonne gouvernance des entreprises en matière de rémunération dans ses principes de gouvernement d'entreprise<sup>138</sup>. L'OCDE a organisé cette gouvernance autour des trois axes essentiels suivants :

- Une participation des actionnaires : « *Les actionnaires doivent pouvoir faire entendre leur opinion sur la politique de rémunération des administrateurs et des principaux dirigeants. La composante en actions de la rémunération des administrateurs et des salariés doit être soumise à l'approbation des actionnaires* » (principe II.C.3)<sup>139</sup> ;

<sup>137</sup> V. *supra* note 37.

<sup>138</sup> OCDE, « Principes de gouvernement d'entreprise », 2004, <http://www.oecd.org/dataoecd/32/19/31652074.PDF>.

<sup>139</sup> Plus précisément, il importe que les actionnaires aient connaissance de la relation spécifique entre les rémunérations et les résultats de l'entreprise lorsqu'ils évaluent les compétences du conseil d'administration et les qualités qu'ils doivent rechercher chez les candidats aux postes d'administrateurs. Bien que les contrats des administrateurs et des dirigeants ne constituent pas un sujet propre à être soumis à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires, il convient de trouver un moyen permettant à ces derniers d'exprimer leur point de vue. Plusieurs pays ont adopté le principe d'un vote consultatif qui permet de transmettre au conseil d'administration la vigueur et la tonalité de l'opinion des actionnaires, sans pour autant mettre en péril les contrats d'emploi. S'agissant des mécanismes de rémunération au moyen d'actions, le fait qu'ils puissent entraîner une dilution du capital social et qu'ils influent puissamment sur les incitations des dirigeants conduit à estimer qu'ils doivent être soumis à l'approbation des actionnaires soit au niveau individuel soit au niveau de la politique dans son ensemble. Dans un nombre croissant de juridictions, toute modification significative des mécanismes de rémunération en vigueur doit également être approuvée (*ibid.*, dans *Notes explicatives*, Deuxième partie, p.36).

- Une diffusion de l'information : « *La diffusion de ces informations doit porter, de façon non exclusive, sur (...) la politique de rémunération des administrateurs et des principaux dirigeants* » (principe V.A.4)<sup>140</sup> ;
- Une responsabilisation du conseil d'administration : le conseil d'administration doit remplir certaines fonctions essentielles dont celle de fixer la rémunération des principaux dirigeants et aligner ces rémunérations avec les intérêts à long terme de la société et de ses actionnaires (principe VI.D.3 et 4)<sup>141</sup>. De plus, le conseil d'administration doit être en mesure de porter un jugement objectif et indépendant sur la conduite des affaires de la société. Le conseil doit confier les tâches pouvant être source de conflit d'intérêts à un nombre suffisant d'administrateurs sans fonctions de direction et capables d'exercer un jugement indépendant. Figure notamment au nombre de ces responsabilités essentielles : la rémunération des administrateurs (principe VI.E.1).

**19. Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE.** - Suite à la crise économique et à la constatation que le partage actuel des compétences en matière de rémunération entre conseil d'administration et direction s'est révélé insatisfaisant<sup>142</sup>, l'OCDE a réagi et publié un guide des

<sup>140</sup> Les informations sur les rémunérations des administrateurs et des dirigeants intéressent également les actionnaires et, plus précisément, la relation entre ces rémunérations et les résultats de l'entreprise. Les entreprises sont généralement censées communiquer des informations sur les rémunérations des administrateurs et des principaux dirigeants de la société pour que les actionnaires puissent évaluer les coûts et les avantages des systèmes de rémunération, ainsi que la contribution aux résultats de l'entreprise des mécanismes d'incitation en vigueur, notamment les mécanismes d'options de souscription d'actions. La diffusion d'informations individualisées (notamment sur les dispositions en matière de dénonciation de contrat et de départ en retraite) est de plus en plus couramment considérée comme une bonne pratique et elle est devenue obligatoire dans plusieurs pays. En pareil cas, certains pays imposent de publier la rémunération d'un certain nombre des dirigeants les mieux payés, tandis que d'autres ne l'imposent que pour les titulaires de certains postes (*ibid.*, dans *Notes explicatives*, Deuxième partie, p.57).

<sup>141</sup> Dans un nombre croissant de pays, la rédaction et la diffusion par le conseil d'administration d'une déclaration d'orientation sur la politique de rémunération des administrateurs et des principaux dirigeants est une bonne pratique. Cette déclaration précise la nature de la relation entre rémunérations et résultats et définit des critères de référence mesurables mettant l'accent sur les intérêts à long terme de la société par opposition aux considérations à court terme. Généralement, elle tente d'indiquer des conditions pour la rémunération des administrateurs en contrepartie de prestations ne relevant pas de leurs fonctions d'administrateurs, notamment des services de conseil. Souvent, elle précise aussi les conditions dans lesquelles les administrateurs et les principaux dirigeants peuvent détenir et négocier les titres de la société, ainsi que les procédures à suivre pour l'attribution des options d'achat d'actions et l'ajustement de leur prix. Dans certains pays, la politique de rémunération recouvre également les versements à effectuer lors de la résiliation du contrat d'un dirigeant de la société. De plus en plus nombreux sont les pays qui considèrent comme une bonne pratique le fait de confier la responsabilité de la politique de rémunération et des contrats d'emploi des administrateurs et des principaux dirigeants à un comité spécialisé entièrement ou majoritairement composé d'administrateurs indépendants. Des voix s'élèvent également pour demander que les comités des rémunérations ne comptent aucun administrateur siégeant réciproquement dans d'autres comités de même nature, ce qui pourrait donner lieu à des conflits d'intérêts (*ibid.*, dans *Notes explicatives*, Deuxième partie, p.67 et s.).

<sup>142</sup> OECD, « Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages », June 2009, <http://www.oecd.org/dataoecd/3/10/43056196.pdf>, spéc. p.29.

bonnes pratiques destinées à renforcer le cadre de gouvernance préconisé<sup>143</sup>. A propos de la rémunération des dirigeants, l'OCDE souligne le rôle du conseil d'administration et des actionnaires. D'une part, l'OCDE insiste sur le lien qui doit exister entre les mécanismes de rémunération et l'intérêt à long terme de l'entreprise. En conséquence, le conseil d'administration doit prendre ses décisions en vue de poursuivre cet objectif (restitution, ajustement aux risques, ...) et assurer qu'une divulgation appropriée à ce propos est mise en place<sup>144</sup>. De plus, le conseil d'administration doit confier un rôle significatif aux administrateurs indépendants et instituer une procédure de qualité où les rôles et fonctions de chacun sont clairement définis qu'il ne doit pas hésiter à rendre public dans le rapport annuel remis aux actionnaires<sup>145</sup>. Enfin, le conseil d'administration doit veiller à ce que les consultants en rémunération soient indépendants de la direction et que leur rôle soit décrit dans le rapport annuel. D'autre part, les actionnaires se voient responsabilisés par la transmission de la politique de rémunération et des mesures arrêtées en la matière, données sur lesquelles ils doivent pouvoir donner leur opinion<sup>146</sup>.

### **III. Pouvoirs ailleurs que « dans les mains » de la direction**

**20.** S'il convient de constater que la rémunération des dirigeants sociaux suscite partout l'adoption de règles nouvelles<sup>147</sup>, les mécanismes instaurés par le droit n'ont pas réussi à freiner la croissance des rémunérations ni à leur conférer une véritable légitimité dans l'opinion publique<sup>148</sup> (A). « *Les freins proposés [aux] excès n'en sont pas et ne fonctionnent donc pas* »<sup>149</sup> et l'assagissement n'est qu'un lointain souvenir<sup>150</sup>. L'heure est donc à l'état des lieux des propositions faites pour un retour à la raison, sachant qu'aucune de ces propositions n'échappent à la critique et qu'il convient de se montrer prudent (B).

<sup>143</sup> OECD, « Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles », February 2009, <http://www.oecd.org/dataoecd/53/62/44679170.pdf>.

<sup>144</sup> « *In their efforts to align remuneration with the longer term interests of the company and its shareholders, it is important for the board to decide and disclose in a remuneration report specific mechanisms that link compensation to the long run interests of the company such as multi-year performance-based vesting conditions, deferred compensation, claw-backs and adjustment for risk. Performance measures should be related to the strategic objectives of the company and the time frame used to measure performance specified* » (ibid., p.10).

<sup>145</sup> « *It is important for a company to take steps to ensure that remuneration is established through an explicit governance process where the roles and responsibilities of those involved, including consultants and risk managers, are clearly defined and separated. In a number of jurisdictions, it is considered good practice to give a significant role to non-executive independent board members in the process. Their remuneration should be decided through a transparent and robust process that is disclosed in the remuneration report to shareholders* » (ibid., p.11).

<sup>146</sup> « *In order to increase awareness and attention, it can be considered good practice that remuneration policies and implementation measures are submitted to the annual meeting and that there are procedures that enable shareholders to express their opinions* » (ibid., p.12).

<sup>147</sup> Sans que toutes les interrogations sur cette intervention ne soient levées : V. Segond, « Le politique doit-il se mêler des salaires des patrons ? », *La Tribune*, 13 oct. 2003.

<sup>148</sup> E. Cohen, « Salaire des patrons : transparence et légitimité », *Le Figaro Économie*, 27 oct. 2003.

<sup>149</sup> P.-H. Leroy, « La rémunération des dirigeants et des traders dans le secteur financier », dans *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Association d'économie financière, 2010, p.181, spéc. p.186.

<sup>150</sup> P.-A. Gay, « Salaires des patrons : l'assagissement », *Les Échos.fr*, 23 avr. 2008.

### A. Bilan en demi-teinte : « [an] out of control in executive pay »<sup>151</sup>

21. Les dirigeants d'entreprise sont devenus d'authentiques *stars* médiatiques<sup>152</sup>, bien éloignés du personnage discret – à quelques exceptions près – qui a prévalu jusqu'aux années 1970. Les rémunérations sont en corrélation avec le mythe de l'homme providentiel du dirigeant d'entreprise et la pratique montre que la crainte de la poudre aux yeux attachée au *corporate governance* pourrait bien prendre corps<sup>153</sup>.

22. *Des montants astronomiques.* - En 1999, les rémunérations françaises à caractère salarial des dirigeants du CAC 40 atteignaient 3,8 millions de francs en moyenne par personne et plus de 11 millions de francs par tête, hors retraites sur-complémentaires, mais y compris la dotation d'options et d'actions gratuites. En comparaison, les dirigeants anglo-américains percevaient des rémunérations six fois supérieures à celles de leurs homologues français. L'écart sur base salariale était à l'époque plus raisonnable en France à quelques 146 fois la rémunération annuelle d'un SMIC annuel de 13 000 euros. Toutefois, les dirigeants français des sociétés cotées ont comblé une partie de leur retard dès 2000 et 2001<sup>154</sup>, à l'instar de ce que mettent en lumière les études de *Proxinvest* sur la rémunération des dirigeants français<sup>155</sup>. Au Royaume-Uni, parmi les rémunérations attribuées aux dirigeants des sociétés du *FTSE 100*, celle qui était la plus élevée atteignait la somme de 200 000 livres en 1980, tandis qu'en 2002, cette somme était de 1,3 million. Simultanément, si cette même rémunération était dix fois plus élevée en 1980 que le salaire moyen des entreprises, cet écart en 2002 avait quintuplé<sup>156</sup>.

Le cumul de différents éléments de la rémunération conduit à l'octroi *ad fine* d'un niveau très élevé de la plupart des émoluments des mandataires sociaux de grandes sociétés cotées<sup>157</sup>, comme l'illustre ce tableau issu du rapport Houillon. Ce tableau démontre en parallèle que malgré leur montant important, les sommes octroyées aux dirigeants français demeurent dans certains secteurs plus faibles que leurs homologues américains.

<sup>151</sup> T. Clarke, « International Corporate Governance: A Comparative Approach », Routledge, 2007, *spéc.* p.79.

<sup>152</sup> « L'entreprise surveillée : l'éthique, la responsabilité sociale, le marché, la concurrence, les nouveaux acteurs », Bruylant, 2003, *spéc.* p.102.

<sup>153</sup> F.-X. Lucas, « Loi de sécurité financière, *corporate governance* ou poudre aux yeux », *Dr. et pat.*, janvier 2004, p.54.

<sup>154</sup> « Les patrons du CAC 40 sont les mieux payés d'Europe », *Le Monde.fr*, 14 févr. 2011.

<sup>155</sup> Cf. les graphiques publiés dans l'étude de M. Leroy : P.-H. Leroy, « La rémunération des dirigeants et des *traders* dans le secteur financier », *art. préc.*, p.182 et s.

<sup>156</sup> J. M. Dine, « Executive Pay and Corporate Governance in the UK: Slimming the Fat-Cats? », *ECS*, 2006, Vol. 3, p.75.

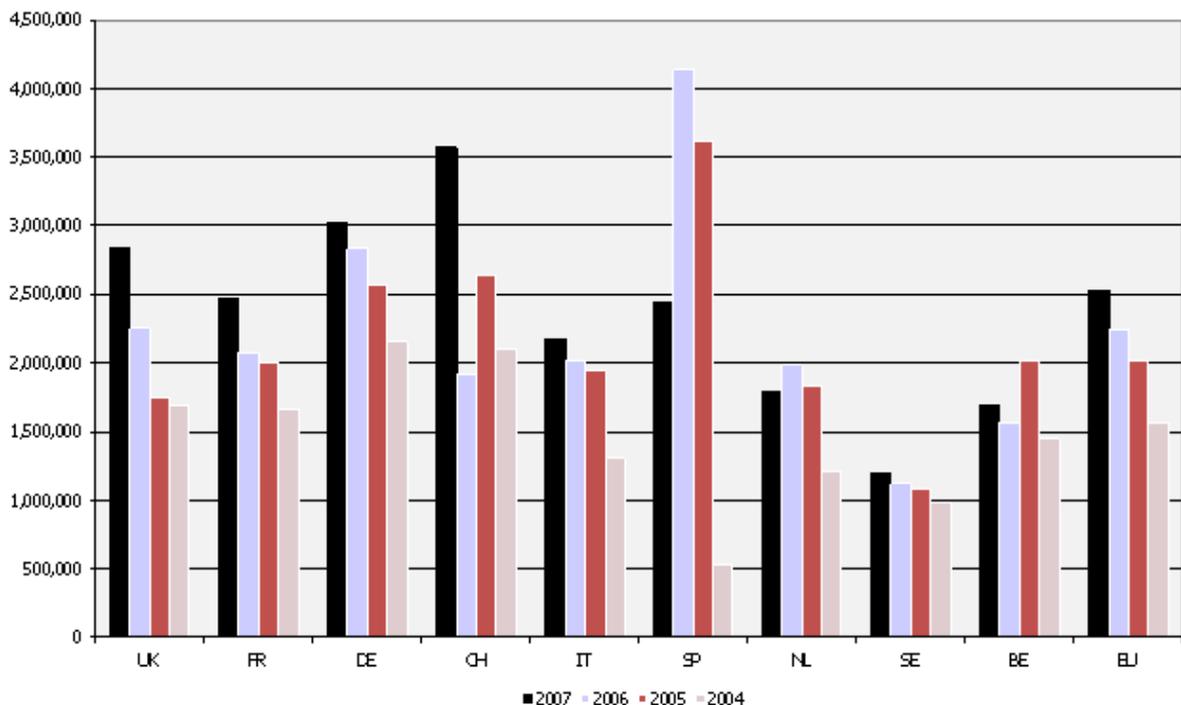
<sup>157</sup> Récemment : M. Rosemain, « Salaires des patrons du CAC 40 : le palmarès 2011 », *Les Échos.fr*, 26 avr. 2011.

### Comparaison des rémunérations globales pour 2007 de dirigeants français et américains

Secteurs	France	Etats-unis
Banques	Baudoin Prot (BNP-Paribas) : 3,3 millions d'euros	Lloyd Blankfein (Goldman Sachs) : 70,3 millions de dollars
	Daniel Bouton (Société générale) : 3,2 millions d'euros	Richard Fuld (Lehman Brothers) : 40 millions de dollars
	Georges Pauget (Crédit agricole) : 2,1 millions d'euros	James Dimon (JP Morgan Chase) : 30,4 millions de dollars
	Michel Lucas (Crédit mutuel) : 1,4 million d'euros	John Thain (Merrill Lynch) : 17,3 millions de dollars
	Charles Milhaud (Caisse d'épargne) : 1,6 million d'euros	Kenneth Lewis (Bank of America) : 16,4 millions de dollars
Industrie automobile	Carlos Gohsn (Renault) : 2,7 millions d'euros	Rick Wagoner (General Motors) : 15,7 millions de dollars
	Christian Streiff (PSA) : 1,9 million d'euros	Alan Mulally (Ford) : 22,8 millions de dollars

Dans l'Union européenne, l'étude de *RiskMetrics* fait clairement apparaître que le niveau de rémunération des dirigeants du CAC 40 n'est pas choquant par rapport à la norme européenne sans que cette comparaison ne justifie d'ignorer la polémique autour des sommes touchées :

Median CEO Total Remuneration (salary + bonus) (in EUR)



Ces montants de rémunération se retrouve de l'autre côté de l'Atlantique<sup>158</sup>. A titre d'exemple, Hall observe pour les dirigeants américains que : « *The median CEO pay package rose from about \$1 million in 1980 to over \$7 million in 2001 (measured in 2001 dollars). Thus, while the pay of the average rank-and-file worker increased (in inflation-adjusted terms) by about 15% over the past 20 years, CEO pay increased by nearly 600%. The only major groups with commensurate or larger percentage pay increases during this period were "superstar" actors and professional athletes* »<sup>159</sup>. Dans une perspective davantage historique, Jensen, Murphy et Wruck constatent que « *[The] average total remuneration for CEOs in S&P 500 firms (...) increased from about \$850,000 in 1970 to over \$14 million in 2000, falling to \$9.4 million in 2000* »<sup>160</sup>.

**23. Tendence inexorablement « inflationniste »<sup>161</sup>.** - Alors que les entreprises ont enregistré une stagnation ou une baisse de leurs performances depuis 2007, la plupart des dirigeants voit leur rémunération continuée de croître ou, à tout le moins, de ne pas diminuer<sup>162</sup>. La rémunération moyenne des dirigeants du CAC 40 s'est très fortement accrue depuis dix ans. Sur les cinq dernières années, elle a progressé d'environ 15 % par an tandis que les salaires augmentaient en moyenne à un rythme de 3 % seulement. L'Institut Montaigne dans son *Amicus Curiae* de juillet 2007 évoque ainsi l'idée d'une échelle de perroquet, les augmentations des uns justifiant celles des autres<sup>163</sup>. Alors que, selon le Conseil de l'emploi, des revenus et de la cohésion sociale, le revenu médian annuel des Français s'établissait en 2007 à 15 780 euros pour une personne seule et 23 664 euros pour un couple, le revenu moyen des responsables des plus grosses entreprises se situait, quant à lui, aux alentours de 5 millions d'euros, soit de 208 à 312 fois plus. A s'en tenir à l'actualité la plus récente, le cabinet *Proxinvest* montre dans son dernier rapport, publié en décembre 2010<sup>164</sup>, que la rémunération des présidents de conseils d'administration des entreprises du CAC 40 est repartie à la hausse en 2009 avec quelque 928 000 euros en moyenne contre un peu plus de 864 000 euros en 2008, année marquée par la crise financière. Ces rémunérations d'administrateur à caractère exceptionnel demeurent parmi

<sup>158</sup> M. Rosemain, « Un patron américain sur deux gagne plus de 1,88 million de dollars », *Les Échos.fr*, 18 nov. 2010 ; H. Mintzberg, « No More Executive Bonuses! », *The Wall Street Journal*, November 30, 2009 ; D. Barroux, « Des gains qui choquent les américains », *Les Échos.fr*, 23 avr. 2008.

<sup>159</sup> B. J. Hall, « Six Challenges in Designing Equity-Based Pay », *Journal of Applied Corporate Finance*, 2003, vol. 15, n°3, p.21, spéc. p.23.

<sup>160</sup> M. C. Jensen, K. J. Murphy and E. G. Wruck, « Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them », July 12, 2004, *ECGI - Finance Working Paper No. 44/2004*, <http://ssrn.com/abstract=561305>.

<sup>161</sup> Terme emprunté au Rapport Houillon.

<sup>162</sup> « [M]algré l'ampleur de la crise, quatorze dirigeants de sociétés du CAC 40 ont vu leurs rémunérations progresser entre 2007 et 2008 ; quant aux baisses les plus significatives, elles ont surtout affecté leurs homologues de secteurs dans lesquels l'État avait demandé des contreparties à son soutien financier » (Rapport Houillon, p.13). Cf. aussi les chiffres avancés dans : Rapport de Courson, p.24 ; Rapport Vuilque, p.10 et s. ; Institut Montaigne, « Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », *op. cit.*, p.3.

<sup>163</sup> Institut Montaigne, « Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », *op. cit.*, p.3.

<sup>164</sup> *Proxinvest*, « La rémunération des Dirigeants des Sociétés du SBF 250 », déc. 2010.

les plus élevées en Europe puisque les présidents français reçoivent quatre fois plus que leurs homologues allemands et néerlandais<sup>165</sup>. Au final, ils sont ainsi « *les mieux payés d'Europe* ».

Le décalage est même encore plus grand aux États-Unis, où le revenu des capitaines d'industrie et des rois de la finance a augmenté de plus de 400 % sur la période 2000-2006 quand, dans le même temps, le revenu médian des ménages a diminué de 1,1 %<sup>166</sup>. Relativement au salaire moyen d'un ouvrier, l'*Institute For a Fair Economy* fait apparaître en 2006 pour la situation américaine des chiffres sensiblement plus élevés que ceux constatés en France : « *Since we first started tracking the CEO-worker pay gap in 1990, it has grown from 107-to-1 to 411-to-1 in 2005. Today's gap is nearly 10 times as large as the 1980 ratio of 42-to-1, calculated by Business Week* »<sup>167</sup>.

**24. De simples croyances ?** - Les deux premières critiques à l'encontre de l'émolument des mandataires sociaux sont amplifiées par le fait que les justifications avancées à l'octroi de ces rémunérations ne résistent guère à une lecture attentive<sup>168</sup>. Tout d'abord, la corrélation entre performance et rémunération est insuffisamment visible<sup>169</sup>. En ce sens, la plupart des études empiriques conduites depuis des années<sup>170</sup> démontre que les mécanismes de rémunération mis en

<sup>165</sup> Egaleme nt : « Patron : toujours plus haut ! », *Le Point*, 29 avr. 2010. *A contrario*, les administrateurs français du CAC 40, avec chacun 71 177 euros en moyenne et 54 904 euros en médiane, ressortent moins bien lotis que leur président et moins rémunérés que leurs homologues européens et se situent au douzième rang des rémunérations sur les seize pays que comprend l'étude 2008 des 300 premières capitalisations européennes (indice *FTSE Eurofirst 300*).

<sup>166</sup> « La rémunération des patrons américains a bondi de 18 % », *Les Échos.fr*, 9 juin 2011.

<sup>167</sup> *Institute For a Fair Economy*, « Executive Excess », The Institute for Policy Studies, 2006, <http://www.ipsdc.org/files/155/ExecutiveExcess2006.pdf>, spéc. p.30 et s.

<sup>168</sup> A propos de la pratique des *stock-options*, des questions non résolues se posent : comment évaluer le rôle d'un dirigeant dans la croissance de la valeur de son entreprise et en quoi celle-ci dépend-t-elle de lui ? Comment empêcher un dirigeant de gérer l'entreprise dans le seul but de faire monter l'action de la société à court terme à des fins d'enrichissement personnel ? Lire : P.-Y. Gomez, « La République des actionnaires : Le gouvernement des entreprises entre démocratie et démagogie », Syros, 2001, spéc. p.168.

<sup>169</sup> L'OCDE fait cette constatation en relevant que « *In many cases it is striking how the link between performance and remuneration is very weak or difficult to establish. The use of company stock price as a single measure for example, does not allow to benchmark firm specific performance against an industry or market average* » (OECD, « Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages », *op. cit.*, p.7).

<sup>170</sup> Parmi une vaste littérature : L. A. Bebchuk and J. M. Fried, « Pay without Performance, the Unfulfilled Promise of Executive Compensation », Cambridge, MA: Harvard University Press, 2004 ; M. C. Jensen, K. J. Murphy and E. G. Wruck, « Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them », *Harvard NOM Working Paper n°04-28* ; *ECGI - Finance Working Paper n°44/2004* ; L. A. Bebchuk and J. M. Fried, « Executive Compensation as an Agency Problem », *Discussion Paper n°421, Harvard Law School, Cambridge, MA 02138, 2003* ; H. G. Barkema and L. R. Gomez-Mejia, « Managerial Compensation and Firm Performance », *The Academy of Management Journal*, 1998, Vo. 41, n°2, p.135 ; H. L. Tosi and L. R. Gomez-Mejia, « CEO Compensation Monitoring and Firm Performance » *The Academy of Management Journal*, 1994, vol. 37, n°4, p.1002. Cf. la bibliographie citée par Depret et Hamdouch : M.-H. Depret, et A. Hamdouch « Gouvernement d'entreprise et performance », dans *Gouvernement d'entreprise : enjeux managériaux, comptables et financiers*, *op. cit.*, p.39, spéc. p.68. Le niveau de rémunération des dirigeants s'expliquerai plus par la taille de l'entreprise que par sa performance (M. J. Conyon, P. Gregg and S. Machin, « Taking Care of Business Executive Compensation in the UK », *Economic Journal*, 1995, vol. 105, p.704 ; K. J. Murphy, « Corporate Performance and Managerial Remuneration », *Journal of Accounting and*

place pour permettre un alignement des intérêts entre dirigeants et actionnaires n'ont qu'un impact mesuré sur la création de valeur de l'entreprise<sup>171</sup>. « *De nombreux patrons s'attribuent ou se voient (...) attribuer des mérites imaginaires et flatteurs* »<sup>172</sup>. Dans l'article « *Performance Pay and Top-Management Incentives* », publié en 1990 dans le *Journal of Political Economy*<sup>173</sup>, Murphy et Jensen démontrent que la sensibilité de la rémunération du dirigeant à la performance de la société est relativement faible. Une création de valeur pour les actionnaires de l'ordre de 1000 dollars n'augmente en effet la rémunération globale du dirigeant que de 3,25 dollars. En 2001, Bertrand et Mullainathan relevaient en conclusion de leur analyse que « *CEOs are rewarded for luck. Moreover, pay for luck is as large as pay for general pay for performance. Pay for luck also appears on the most discretionary components of compensation, salary and bonus* »<sup>174</sup>. Ensuite, c'est l'efficacité même des normes de gouvernance qui interpelle. En effet, si la théorie de l'agence est à la base des règles de gouvernance d'entreprise qui préside à la rémunération des dirigeants<sup>175</sup>, l'alignement des intérêts des dirigeants et des actionnaires par le biais de méthodes disciplinaires (administrateurs indépendants, comités de rémunération, ...) et incitatives (*stock-options*, actions gratuites, ...) n'a pas permis de prévenir les dérives, les erreurs ou les risques<sup>176</sup>. Les affaires dont la presse se fait l'écho le montrent aisément (*Vivendi, Enron, Lehman Brothers, Parmalat*, pour ne citer que les plus connues). La crise financière et économique – loin d'avoir démontré un conflit d'intérêts entre actionnaires et dirigeants d'entreprise – n'a-t-elle pas démontré *a contrario* l'existence d'une collusion entre dirigeants et actionnaires ? En d'autres termes, le conflit d'intérêts censé exister entre actionnaires et dirigeants ne s'est-il pas transformé en union d'intérêts assimilant création de valeur et création de valeur pour l'actionnaire et n'a-t-il pas tourné en escroquerie<sup>177</sup> ? Le principal<sup>178</sup> et l'agent se sont entendus, non

---

*Economics*, 1985, vol. 7, n°2, p.11), voire par la chance (L. A. Bebchuk, Y. Grinstein and U. Peyer, « *Lucky CEOs and Lucky Directors* », *Journal of Finance*, 2010, vol. 65, n°6, p.2363).

<sup>171</sup> « *Même sur un plan strictement économique, il est permis de douter que les niveaux atteints par les rémunérations de la majorité des mandataires sociaux des sociétés du CAC 40 présente aujourd'hui une corrélation étroite avec les résultats de leur gestion, alors qu'il en va tout autrement du commun des chefs d'entreprise français, notamment ceux à la tête des TPE et des PME. En effet, un chef de petite ou moyenne entreprise réinvestit la plupart du temps l'argent qu'il retire de son activité, de sorte que sa rémunération réelle est différée en ce qu'elle réside dans la capitalisation de sa société. Un dirigeant mandataire social, quant à lui, se comporte plus souvent comme un administrateur d'entreprise, appointé à cet effet et financièrement prémuni à l'encontre de tout risque de licenciement intempestif* » (Rapport Houillon, p.12).

<sup>172</sup> « *L'entreprise surveillée : l'éthique, la responsabilité sociale, le marché, la concurrence, les nouveaux acteurs* », *op. cit.*, p.103.

<sup>173</sup> M. C. Jensen and K. J. Murphy, « *Performance Pay and Top-Management Incentives* », *Journal of Political Economy*, 1990, Vol. 98, p.225. Également : M. C. Jensen and K. J. Murphy, « *CEO Incentives \_It's not How Much You Pay, But How* », *Harvard Business Review*, May-June 1990, Vol. 68, n°3, p.138.

<sup>174</sup> M. Bertrand and S. Mullainathan, « *Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principles Are* », *Quarterly Journal of Economics*, August 2001, Vol. 116, p.901, [http://faculty.chicagobooth.edu/marianne.bertrand/research/ceo\\_luck\\_qje.pdf](http://faculty.chicagobooth.edu/marianne.bertrand/research/ceo_luck_qje.pdf).

<sup>175</sup> R. Pérez, *op. cit.*, p.81 et s.

<sup>176</sup> P. Portier, « *Gouvernance d'entreprise et relations actionnaires-dirigeants : vers de nouveaux paradigmes ?* », dans *Etudes C. Jeantet*, LexisNexis-Litec, 2010. Contestant l'analyse économique dominante à l'égard de la rémunération des dirigeants : B. Chapas, « *Marché et rémunération des dirigeants : les limites de l'analyse économique contemporaine* », *Gestion 2000*, mai-juin 2006, vol. 23, n°3, p.95.

<sup>177</sup> J. K. Galbraith, « *Les mensonges de l'économie* », Essai, éd. Grasset, 2004, *spéc.* p.44.

seulement pour faire de la valeur boursière leur préoccupation première en favorisant des taux de profit démesurés ou des politiques d'investissement court-termistes<sup>179</sup>, mais encore pour limiter la répartition de la valeur ajoutée des entreprises à leur seul bénéfice<sup>180</sup>. Enfin, l'argument de la concurrence internationale qui pourrait conduire au départ de nombreux dirigeants sociaux doit être regardé avec prudence. D'une part, les responsables ou anciens responsables exécutifs français de groupes étrangers aussi prestigieux que *GlaxoSmithKline*, *Unilever* ou *Corus* n'avaient auparavant jamais exercé de mandat social à la tête de l'une des sociétés du CAC 40 ; ils n'ont ainsi pas été débauchés mais ont acquis par eux-mêmes leurs fonctions à l'étranger<sup>181</sup>. D'autre part, aucun dirigeant étranger n'a pris la tête d'une grande entreprise française de hors cas de fusion ou d'acquisition<sup>182</sup>.

**25. Une mise en œuvre discutable et une philosophie détournée<sup>183</sup>.** - Malgré la superposition des normes, certaines sont peu appliquées en pratique<sup>184</sup> et des insuffisances demeurent<sup>185</sup>. Il en va ainsi de la composition des comités de rémunération, de la règle de non-cumul du mandat social et du contrat

<sup>178</sup> La généralisation ces dernières années d'un « *capitalisme à deux étages* » (P. Bissara, « Les mutations de l'actionariat et le fonctionnement des sociétés cotées », dans *Mélanges Schmidt*, Joly éditions, 2005, p.61, *spéc.* p.64, n°3) et l'émergence corrélative d'un actionariat professionnel collectif dans le financement des sociétés cotées ont contribué à orienter la politique de l'entreprise autour de l'impératif de rentabilité (en ce sens : I. Parachkévova, « Le pouvoir de l'investisseur professionnel dans la société cotée », L.G.D.J., 2005 ; P. Bissara, « L'influence de la professionnalisation de l'actionariat des sociétés cotées sur le fonctionnement de ces dernières », dans *Mélanges M. Vasseur*, Banque éditeur, 2001, p.11). Statistiquement, la détention en Europe, d'actions ordinaires par les ménages dans les entreprises cotées en 2002 est de 14,3 % au Royaume-Uni, 6,5 % en France et 22,9 % en Allemagne (J. Tirole, « *The Theory of Corporate Finance* », Princeton University Press, 2006, *spéc.* p.37). En parallèle, alors que l'actionariat individuel représentait aux Etats-Unis 93 % des actionnaires en 1950, ce chiffre est de 33 % en 2006 (C. K. Brankato and S. Rabimov, « *The 2008 Institutional Investment Report: Trends in Institutional Investor Assets and Equity Ownership of U.S. Corporations 20* », *The Conference Board*, September 2008). A propos de la montée en puissance des investisseurs institutionnels : D. Plihon, *op. cit.*, p.30 et s. ; L. Batsch, *op. cit.*, p.12 et s.

<sup>179</sup> S. Montagne, « Le court-termisme institutionnalisé : les effets de la gestion de portefeuille déléguée », *Les fonds souverains, Rev. éco. fin.*, Association d'Economie Financière, hors-série, 2009. Plus ancien : M. Aglietta et A. Rebérioux, « Dérives du capitalisme financier », Albin Michel, 2004, *spéc.* p.169 et s.

<sup>180</sup> Centre d'Analyse Stratégique, « Faut-il rééquilibrer le partage de la valeur ajoutée et des profits en faveur des salariés ? », *op. cit.* ; Centre d'Analyse Stratégique, « Après la crise, quelles pistes de changement dans la régulation du capitalisme ? », *op. cit.*

<sup>181</sup> Rapport Houillon, p.12.

<sup>182</sup> Institut Montaigne, « Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », *op. cit.*, p.3.

<sup>183</sup> A ces critiques tenant à l'application des textes, nous aurions pu ajouter que ces textes ne sont pas sans poser des questions (notamment quant à la sanction en cas de non-respect) et que le *soft law* n'est pas elle-même exempt de critiques (le code de bonne conduite de l'Afep et du MEDEF d'octobre 2008 n'a-t-il pas omis les gérants personnes physiques de SARL elles-mêmes gérantes de sociétés en commandite par actions ?).

<sup>184</sup> L'exemple cité dans le rapport Houillon est éloquent : « *Bien que les dernières recommandations du MEDEF et de l'AFEP invitent les sociétés cotées à « prohiber les effets d'aubaine tendant à un marché baissier » en matière d'attribution d'options de souscription ou d'achat d'actions, moins de six mois après leur adhésion à ces règles conventionnelles, les plus hauts dirigeants de la Société générale bénéficiaient, avant d'y renoncer sous la pression de l'opinion et des pouvoirs publics, de l'octroi d'options à un cours historiquement bas (24 euros), leur garantissant d'ici 2012 de très substantielles plus-values* » (Rapport Houillon, p.46).

<sup>185</sup> A l'instar de ce qu'écrit l'AMF, « [d]es marges de progrès subsistent tant sur la forme que sur le fond (...) » (AMF, « Rapport de l'AMF sur les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées et sur la mise en œuvre des recommandations AFEP/MEDEF », 9 juill. 2009, *spéc.* p.54).

de travail, du renforcement de l'encadrement des régimes de retraite sur-complémentaires<sup>186</sup>, de la fixation de règles complémentaires pour les *stock-options* et les attributions d'actions soumises à des conditions de performance<sup>187</sup>, de la qualité de l'information donnée sur les rémunérations des dirigeants<sup>188</sup> s'agissant par exemple de la publication des critères de performance<sup>189</sup> ou encore, de la fin du versement d'indemnités de départ abusives<sup>190</sup>. Si les des normes recèlent des difficultés d'interprétation<sup>191</sup>, d'autres s'avèrent elles-mêmes contradictoires et ne facilitent pas l'encadrement de la rémunération des dirigeants sociaux. A ce titre, l'autorité boursière française admet de longue date que l'information relative à la rémunération figurant dans le rapport annuel de gestion soit seulement présenté et non lu<sup>192</sup>. Il n'y a donc pas lieu de faire spontanément mention spécifique de cette information lors de la réunion de l'assemblée. La portée de la transparence se voit donc limitée par la forme de la publicité. En outre, les exemples ont fleuri ces derniers temps sur la manière dont le mécanisme des *stock-options* a été détourné de sa finalité pour faciliter les hausses importantes de revenus au profit des dirigeants d'entreprises et ce, malgré les évolutions législatives censées canaliser de telles dérives et favoriser l'alignement d'intérêts avec les actionnaires<sup>193</sup>. Bon outil quand ils sont utilisés avec pertinence et modération<sup>194</sup>, les *stock-options* ont incité à la prise de risques stigmatisée par le prix Nobel Joseph Stiglitz par la formule : « *face je gagne, pile tu perds* »<sup>195</sup>. Le fonctionnement dans les deux sens des *stock-options* est demeuré théorique dans la mesure où le *repricing* et les

<sup>186</sup> Selon l'*Audit Committee Institute*, 49 % des sociétés du CAC 40 ont déclaré en 2010 se conformer aux recommandations du MEDEF et de l'Afep en la matière (*Audit Committee Institute France*, « *Audit Committee News* », janvier 2010, n°4, KPMG, *spéc.* p.16).

<sup>187</sup> 60 % des sociétés du CAC 40 ont déclaré en 2010 appliquer les recommandations du MEDEF et de l'Afep (*Audit Committee Institute France*, *op. cit.*, p.17).

<sup>188</sup> Dans son analyse de la crise, l'OCDE évoque une complexité et une obscurité : « *Remuneration schemes are often overly complicated or obscure in ways that camouflage conditions and consequences* » (OECD, « *Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages* », *op. cit.*, p.8).

<sup>189</sup> Cour des comptes, *op. cit.*, p.68 et s. Faisant un constat identique au plan international : OECD, « *Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages* », *op. cit.*, p.8 (« *Transparency needs to be improved beyond disclosure. Corporations should be able to explain the main characteristics of their performance related remuneration programs in concise and non-technical terms. This should include the total cost of the program; performance criteria and; how the remuneration is adjusted for related risks* »).

<sup>190</sup> 97 % des sociétés du CAC 40 ont déclaré en 2010 ne pas verser d'indemnités de départ abusives (*Audit Committee Institute France*, *op. cit.*, p.15).

<sup>191</sup> P. Bissara, « *Transparence des rémunérations et des stock-options des dirigeants* », communication ANSA, n°3238.

<sup>192</sup> *Bull. COB*, avr. 1978, p.7. La rédaction de l'article L. 225-100 du Code de commerce est en ce sens, puisqu'employant le terme « *présente* ».

<sup>193</sup> Historiquement, les *stock-options* ont été introduites aux Etats-Unis pour que les entreprises en création (notamment celles de la nouvelle technologie) puissent rémunérer des compétences élevées, alors qu'elles n'avaient pas les moyens de le faire. Par la suite, cette idée a été détournée et utilisée comme nouvelle forme d'intéressement aux résultats au profit des dirigeants sociaux de grandes entreprises afin qu'ils œuvrent dans l'intérêt des actionnaires.

<sup>194</sup> AN, « *Rapport d'information sur la réforme du droit des sociétés* », n°1270, 2 déc. 2003, *spéc.* p.45 (dénommé ci-après « *Rapport Clément* »).

<sup>195</sup> « *Nous pourrions qualifier les stock-options de "vol patronal" : les hauts dirigeants volent leurs actionnaires en abusant de leur naïveté. Tant que le cours de l'action grimpait – 10 dollars, 20 dollars, 30 dollars –, peu d'actionnaires remarquaient quoique ce fût. Ils avaient l'impression de gagner. C'était un jeu, apparemment, où il n'existait pas de perdants. En réalité, ils perdaient bel et bien. Leurs actions se négociaient à 30 dollars au lieu de 40, ou à 20 au lieu de 30* » (J. E. Stiglitz, « *Quand le capitalisme perd la tête* », Fayard, 2003).

mécanismes de couverture ont souvent permis aux dirigeants de ne pas subir la baisse du cours boursier<sup>196</sup>. Une constatation similaire doit être faite au vu de l'étude récente de Bebchuk, Cohen et Wang concernant les relations entre le montant des parachutes dorés, la valeur de l'entreprise et les conditions d'acquisition pour les actionnaires<sup>197</sup>. Utilisant des données d'une période allant de 1990 à 2006, ces auteurs concluent que « (...) *golden parachutes are associated with increased likelihood of either receiving an acquisition offer or being acquired, a lower premium in the event of an acquisition, and higher (unconditional) expected acquisition premiums. Tracking the evolution of firm value over time in firms adopting GPs, we find that firms adopting a GP have a lower industry-adjusted Tobin's Q already in the IRRC volume preceding the adoption, but that their value continues to decline during the inter-volume period of adoption and continues to erode subsequently* ». De même, si la transparence de l'ensemble des éléments de la rémunération a longtemps été considérée comme la solution permettant de mettre fin aux abus, elle n'a pas produit les résultats escomptés et a entraîné au contraire une inflation de la rémunération<sup>198</sup>. Pour Chabas, « [d]ans un contexte qui rend incertaines les normes sociales par lesquelles on peut évaluer le bien-fondé de leurs rémunérations, (...) dirigeants et instances patronales font désormais le « pari de la transparence » pour justifier leurs rémunérations devant une « Opinion » qui voit ainsi ses attentes partiellement satisfaites, ayant réussi à obtenir cette transparence qu'elle appelait de ses vœux... mais pas forcément les produits qu'elle pouvait en escompter »<sup>199</sup>.

**26. Une grogne (trop ?) modeste des actionnaires.** - Même si le cabinet *Proxinvest* souligne que les actionnaires français sont ceux qui se montrent les plus critiques vis-à-vis de leurs dirigeants<sup>200</sup>, il existe un fort décalage entre ce qui avait été annoncé – et qui semblait se dessiner dans la presse – et la réalité du terrain des assemblées générales d'actionnaires. Rappelons quelques titres d'articles de presse de 2009 et 2010 parus dans la presse : « *Les AG de la colère* »<sup>201</sup>, « *Les AG pourraient être*

<sup>196</sup> De plus, certaines preuves empiriques montrent que les options sur actions peuvent entraîner la réduction de certaines distributions de dividendes aux actionnaires : R. Lambert, W. Lanen and D. Larcker, « *Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy* », *JFQA*, 1998, Vol. 24, p.409.

<sup>197</sup> L. A. Bebchuk, A. Cohen and C. C. Y. Wang, « *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders* », *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 683*, December 1, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1718488>. Aussi : E. M. Fich, A. L. Tran and R. A. Walkling, *art. préc.*

<sup>198</sup> R. Bahar, « *Executive Compensation: Is Disclosure Enough?* », in *Conflicts of Interests: Corporate Governance and Financial Markets*, L. Thévenoz and R. Bahar (Eds.), Kluwer Law International, 2007, p.85.

<sup>199</sup> B. Chapas, « *De la crise à l'ambivalence des solutions en matière de rémunération des dirigeants : l'exemple de la transparence* », *RFGÉ*, 2009, n°4, p.109, *spéc* p.120.

<sup>200</sup> Pour une illustration récente : « *Les actionnaires de SEB rejettent les stock-options pour leurs dirigeants* », *Les Échos.fr*, 18 mai 2011. L'étude annuelle de *Proxinvest* sur les assemblées générales observe la critique croissante des actionnaires sur les résolutions présentées avec un taux de contestation des résolutions parmi les plus élevés d'Europe, à 6,3 % au sein du CAC 40 contre 5,9 % en 2009 et 4,8 % en 2008. Dans les sociétés de l'indice *SBF 250*, il est de 5 % en 2010 contre 4,6 % en 2009 et 4,1 % en 2008 (*Proxinvest*, « *Les Assemblées Générales 2010 des Sociétés Cotées Françaises* », févr. 2011).

<sup>201</sup> F. Vidal, *art. préc.*

*l'occasion de redéfinir la place des actionnaires* »<sup>202</sup>, « *Le joug des actionnaires* »<sup>203</sup>, « *La rémunération des patrons sera au cœur des assemblées générales* »<sup>204</sup>, ... Cette constatation est corroboré par l'étude d'Albouy et Schatt qui notent que, si les rémunérations constituent sans conteste un sujet sensible des assemblées générales<sup>205</sup>, les propositions sont votées avec de très large majorité (en moyenne à 92 %) et ne sont que trop peu l'objet d'un activisme actionnariale sous forme de batailles de procuration<sup>206</sup>. Cette faible contestation est à mettre en balance avec la remarque du cabinet *Proxinvest*, qui déplore qu'en 2010 les grandes sociétés cotées aient refusé de soumettre au contrôle de l'assemblée les rémunérations des présidents non exécutifs ou d'instaurer un vote annuel des actionnaires sur la rémunération des dirigeants sociaux. De plus, pour l'année 2010, le jury du prix de l'AG de l'année remarquait que, si les crispations de 2009 se sont focalisées sur la question des rémunérations, le questionnement des actionnaires individuels se concentre cette année sur la composition et le fonctionnement des conseils d'administration, qui n'ont – pour la grande majorité des actionnaires – pas joué leur rôle dans le contexte de crise.

**27. Des rémunérations reflétant in fine une corruption du pouvoir.** - Les enjeux en termes de pouvoirs – que nous avons signalés en introduction – se retrouvent mis en lumière par certains spécialistes principalement lorsque ce sont les rémunérations des dirigeants qui sont débattues. « *Au-delà des rémunérations parfois astronomiques (...), de nombreux CEO visent le pouvoir, interviennent dans le processus législatif, montrent une arrogance étonnante. (...) Les moines et serviteurs du Temple durant le haut moyen âge détenaient les moyens de la productivité et du pouvoir économique, régnaient sur les consciences, et certains d'entre eux visaient ouvertement le pouvoir temporel, s'estimant plus légitimes à l'exercer que les responsables politiques faibles et dissipés de l'époque. Certains dirigeants d'entreprise aujourd'hui ne se comportent pas différemment. Ceux qui s'interrogent sur les raisons pour lesquelles les CEO américains (et un nombre croissant d'européens) ne se contentent plus de salaires et de stock-options, mais se font payer par leur société des appartements, des œuvres d'art, des avions privés, des fleurs ..., ne doivent pas chercher ailleurs. Ils ont beaucoup d'argent, ils veulent du pouvoir et abuser du pouvoir* »<sup>207</sup>.

<sup>202</sup> C. Neuville, « Les AG pourraient être l'occasion de redéfinir la place des actionnaires », *Les Échos*, 17 avr. 2008, p.27.

<sup>203</sup> J.-M. Vittori, *art. préc.*

<sup>204</sup> « La rémunération des patrons sera au cœur des assemblées générales », *Les Échos*, 17 avr. 2009, p.27.

<sup>205</sup> *InvestorSight*, « Suivi des AG 2008 : les sujets sensibles », juin 2008.

<sup>206</sup> M. Albouy et A. Schatt, « Activisme et *proxy fight* : quand les actionnaires déclarent la guerre au management », *RF gest.*, n°198-1999/2009, p.297, spéc. p.308. Egalement : *Proxinvest*, « 10<sup>ème</sup> rapport sur la rémunération des dirigeants relatif à l'exercice 2007 », 2008.

<sup>207</sup> « L'entreprise surveillée : l'éthique, la responsabilité sociale, le marché, la concurrence, les nouveaux acteurs », *op. cit.*, p.104.

## **B. Reconfiguration des pouvoirs non dénuée de critiques**

**28. Des contre-pouvoirs externes en renfort.** - L'engouement médiatique sur la question des rémunérations n'est pas seulement un épiphénomène, mais le signe d'une évolution des mœurs sociales, aux deux sens du terme. « *Beaucoup de bruit, pour peu de résultats* », tel pourrait être la synthèse de l'ensemble des évolutions que le dispositif français a connu. La législation « puzzle » aux effets limités, qui s'amoncelle depuis quelques années, démontre la difficulté de légiférer efficacement dans un environnement diversifié d'entreprises évoluant au-delà des barrières nationales, conclusion auquel le Rapport Clément était arrivé dès 2003<sup>208</sup>. A l'opposé et pour reprendre le rapport Houillon, la logique de l'autoréglementation n'est qu'à demi-convaincante<sup>209</sup>. Comme le soulignait M. Portier, « (...) *une entreprise pourrait-elle satisfaire à l'injonction faite par le Gouvernement d'adhérer aux recommandations, de manière formelle, pour ensuite les écarter dans leur dimension la plus substantielle ? Au pied de la lettre, tel pourrait être le cas* »<sup>210</sup>. Malgré tout, ces contre-pouvoirs externes ont vocation à surveiller plus étroitement les rémunérations afin de s'assurer, d'une part, qu'elles sont compatibles avec une gestion des risques efficace, et d'autre part, qu'elles récompensent une performance avérée et mesurable des dirigeants<sup>211</sup>. Quelles solutions proposées alors ? Si celles-ci auraient pu s'organiser en deux temps – le premier étant consacré au nouvel encadrement possible de l'exercice des pouvoirs des dirigeants et le second à la mise en place d'un nouveau partage des pouvoirs dans la détermination de la rémunération –, les lignes qui vont suivre ne traiteront que du second temps avec toutefois des remarques sur les réflexions qui sont discutées quant à l'encadrement du pouvoir.

**29. Remarques sur l'encadrement possible de l'exercice du pouvoir.** - Précisons que plusieurs propositions sont initiées et ont pour objectif d'établir des limites *ex ante* et *ex post* dans le processus de fixation de la rémunération des dirigeants : l'instauration de comités de rémunération<sup>212</sup>,

<sup>208</sup> La loi est ainsi considérée comme un outil, au pire dangereux, au mieux inutile (Rapport Clément, p.24 et s.).

<sup>209</sup> Rapport Houillon, p.46. En ce sens, l'OCDE souligne la difficulté d'imposer un cadre rigide : « *Defining the structure of remuneration/incentive schemes is a key aspect of corporate governance and companies need flexibility to adjust systems to their own circumstances. Such schemes are complex and the use of legal limits such as caps should be limited to specific and temporary circumstances. The balance between the fixed and variable components of remuneration packages should be carefully considered at company level, and the regulatory framework should not induce a shift towards excessive fixed remuneration components* » (OECD, « Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages », *op. cit.*, p.8).

<sup>210</sup> P. Portier, « Commentaires sur les recommandations du MEDEF et de l'AFEP sur les "parachutes dorés" », *JCP S*, 2 déc. 2008, n°49, p.22.

<sup>211</sup> Rapport n°58 (2009-2010) de M. Philippe Marini, 21 oct. 2009.

<sup>212</sup> Si la France n'impose pas la présence d'un comité de rémunération (dans le domaine des banques et des assurances, la loi n°2010-1249 de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 impose qu'un comité des rémunérations soit créé afin d'examiner les rémunérations des opérateurs de marchés), les organisations professionnelles recommandent sa présence (par exemple : MEDEF/Afep, « Code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées », *op. cit.*, p.20 ; IFA, « La gouvernance des sociétés cotées », mai 2007, *spéc.* p.43 et s.). La proposition n°6 du rapport Houillon souhaite cependant donner un statut légal aux comités de rémunération dans les sociétés dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

l'amendement du statut juridique des dirigeants (affirmer la qualité de mandataire<sup>213</sup>, favoriser la qualité d'actionnaire<sup>214</sup>, limiter les mandats sociaux<sup>215</sup>, interdire le cumul du mandat social avec un contrat de travail<sup>216</sup>), la modification de certains modes de rémunération (rémunérer sur le modèle des fonctionnaires<sup>217</sup>, interdire les cumuls<sup>218</sup>, instaurer des plafonds<sup>219</sup>, encadrer les jetons de présence<sup>220</sup> et

---

Tel était également le sens de la proposition de loi n°1896 visant à rendre plus justes et plus transparentes les politiques de rémunérations des dirigeants d'entreprises et des opérateurs de marché qui a été enterré au Sénat et vidé de sa substance. Les chiffres récemment fournis par l'AMF font apparaître que 97 % des sociétés cotées ont un comité de rémunération, mais que si le nombre d'administrateurs indépendants en son sein est en net progrès, la proportion de comités de rémunération présidés par un administrateur indépendant est de 79 % (AMF, « Rapport 2010 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne », 12 juill. 2010, [http://www.amf-france.org/documents/general/9215\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/9215_1.pdf), spéc. p.5). L'Afep et le MEDEF recommandent que le comité de rémunération ne comporte aucun dirigeant social et soit composé majoritairement d'administrateurs indépendants. L'IFA se montre plus exigeant puisque tous les membres de ce comité devraient être indépendants et disposer d'une expérience solide en matière de *management* et de ressources humaines. Cette rigueur en termes de composition se retrouve dans les propositions de l'Institut Montaigne (Institut Montaigne, « Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », *op. cit.*, p.6). Le rapport Houillon est plus timoré et n'envisage que la présence d'au moins deux représentants des salariés, désignés par le conseil d'administration ou de surveillance sur proposition des représentants du personnel. Relativement à sa mission, le comité de rémunération doit permettre de placer le conseil d'administration dans les meilleures conditions pour déterminer l'ensemble des rémunérations et avantages des dirigeants sociaux, l'ensemble du conseil d'administration ou de surveillance ayant la responsabilité de la décision (IFA, *op. cit.*, p.20). Pour l'IFA, le comité de rémunération doit s'assurer que les rémunérations et leur évolution sont en cohérence avec les intérêts des actionnaires et la performance de la société (IFA, *op. cit.*, p.44). Il doit également faire des propositions et des recommandations dans un certain nombre de domaines : mise en place d'une politique de rémunération globale pour les dirigeants ; évolution des composants de la rémunération et des autres avantages ; enveloppe de toute participation à l'actionnariat, périmètre des bénéficiaires et répartition par catégories ; fixation du montant des jetons de présence et mode de répartition ; supervision des contrats avec les mandataires sociaux (IFA, *op. cit.*, p.44). Enfin, le comité doit être informé de la politique de rémunération des principaux dirigeants non mandataires sociaux. L'UE se montre aussi favorable à l'instauration d'un comité de rémunération. En plus de la recommandation de la Commission 2004/913/CE du 14 décembre 2004, le Parlement européen a adopté le 7 juillet 2010 une résolution sur le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées en Bourse et les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers dans laquelle il préconise qu'une attention accrue soit portée au comité de rémunération (*European Parliament*, « Resolution on Remuneration of Directors of Listed Companies and Remuneration Policies in the Financial Services Sector », July 7, 2010, <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&language=EN&reference=P7-TA-2010-0265>).

<sup>213</sup> B. Dondero, *art. préc.*, p.119, n°18, p.127 et s., n°40.

<sup>214</sup> Cette proposition est celle du professeur Dondero. « Si l'on accepte de voir le dirigeant comme un nouvel actionnaire, ce serait un actionnaire apportant son industrie. Dès lors, il apparaît parfaitement légitime que cet actionnaire (...) reçoive une fraction du bénéfice social » (B. Dondero, *art. préc.*, p.129 et s., n°43 et s.).

<sup>215</sup> Proposition n°8 du rapport Houillon : « limiter à 3, dans les articles L. 225-21 et L. 225-77 du code de commerce, le nombre de mandats sociaux pouvant être simultanément détenus par une même personne physique au sein de sociétés anonymes ayant leur siège social en France, dès lors qu'au moins l'une de ces sociétés présente un chiffre d'affaires hors taxe, un total de bilan et un nombre moyen de salariés excédant les seuils fixés par l'article R. 233-16 du code de commerce ».

<sup>216</sup> A l'heure actuelle, cette approche ne relève que de la recommandation de l'Afep et du MEDEF (MEDEF/Afep, « Code de gouvernement d'entreprises des sociétés cotées », *op. cit.*, p.23). Le rapport Houillon est néanmoins en ce sens (proposition n°9 : « bannir, aux articles L. 225-22 et L. 225-61 du code de commerce, le cumul entre mandat social et contrat de travail afin d'empêcher tout cumul d'indemnités de départ »). Également : Institut Montaigne, « Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », *op. cit.*, p.6.

<sup>217</sup> B. S. Frey and M. Osterloch, « Yes, managers Should Be Paid Like Bureaucrats », *Working Paper Series n°1379, CESifo*, 2005, <http://ssrn.com/abstract=555697>.

<sup>218</sup> Telle était le sens de la proposition de loi de M. Yvon Collin n°8 (209-2010) tendant à interdire ou à réglementer le cumul des fonctions et des rémunérations de dirigeant d'une entreprise du secteur public et d'une entreprise du secteur privé du 6 octobre 2009. Cette proposition de loi avait pour vœu d'encadrer la rémunération au titre du cumul des fonctions de direction dans des entreprises relevant du secteur public et du secteur privé. La rémunération versée à un dirigeant du secteur public était nette de toute autre rémunération du secteur privé, sous réserve de celles versées au titre des filiales de l'entreprise publique.

les *stock-options*<sup>221</sup>, réviser les avantages pour la retraite<sup>222</sup>), la responsabilisation grandissante des dirigeants (faciliter l'action en justice des actionnaires<sup>223</sup>, reconnaître l'action de groupe<sup>224</sup>) et l'amélioration de l'instrument fiscal<sup>225</sup>.

<sup>219</sup> Cette proposition a été celle du député Jean-Marc Ayraut qui prévoyait la fixation, par le conseil d'administration, d'un plafond de rémunération qui ne pouvait excéder un montant égal à la plus faible rémunération versée au sein de l'entreprise multipliée par un coefficient proposé par le conseil d'administration et validé par l'assemblée générale des actionnaires ; la limitation des indemnités de départ à deux fois la plus haute indemnité de départ en cas de licenciement d'un salarié prévue par les accords d'entreprises, ou à défaut les accords conventionnels de branche, ou à défaut la loi et du montant de la retraite sur-complémentaire à 30 % de la rémunération qu'ils percevaient la dernière année d'exercice de leurs fonctions. Le rapport Houillon souhaite que soit plafonnée à 1 million d'euros la déductibilité de l'impôt sur les sociétés des rémunérations et avantages de toutes natures consentis annuellement aux dirigeants (proposition n°3). En ce sens : P. Portier, « Rémunération des dirigeants : une crise morale, une gouvernance dépassée », *art. préc.*, p.197 et s.

<sup>220</sup> Propositions n°11 du rapport Houillon : « interdire, aux articles L. 225-45 et L. 225-83 du code de commerce, l'attribution de jetons de présence aux présidents du conseil d'administration ou de surveillance et aux directeurs généraux et généraux délégués lorsqu'ils sont administrateurs de la société qu'ils gèrent » et n°12 (« prévoir que les jetons de présence sont attribués au prorata de la participation effective des administrateurs ou des membres du conseil de surveillance aux travaux du conseil auquel ils appartiennent »).

<sup>221</sup> Propositions n°13 (« supprimer, aux articles L. 225-177 et L. 225-179 du code de commerce, la décote de 20 % sur le prix d'attribution des *stock-options* aux dirigeants mandataires sociaux ») et n°14 (« lisser les prix d'attribution des *stock-options*, par un calcul portant sur le cours moyen observé sur une période de 130 séances de bourse (environ six mois) au lieu de vingt (moins d'un mois) ») du rapport Houillon.

<sup>222</sup> L'Institut Montaigne propose d'ouvrir aux mandataires sociaux la faculté de préparer leur retraite par des versements en franchise fiscale dans une limite rehaussée (Institut Montaigne, « Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », *art. préc.*, p.7).

<sup>223</sup> Cette préconisation avait déjà été faite dans le rapport Clément (Rapport Clément, p.52 et s.). Si le rapport Clément soulignait la difficulté qui entoure la mise en œuvre de l'action individuelle d'un actionnaire sur le fondement de l'article L. 225-252 du Code de commerce, la jurisprudence actuelle se montre plus souple relativement au préjudice (Cass. Com., 9 mars 2010, *Bull. Joly Bourse*, 2010, n°4, p.316, note N. Rontchesky ; *Rev. sociétés*, 2010, p.230, note H. Le Nabasque ; *Bull. Joly Sociétés*, 2010, n°6, p.537, note D. Schmidt ; *JCP E*, 2010, 1483, note S. Schiller) et à la faute du dirigeant (F.-G. Trébulle, « Le développement de la prise en compte des préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance », *Dr. sociétés*, janvier 2009, n°1, étude 1). Concernant l'action en responsabilité exercée par les tiers, les incertitudes récentes des magistrats sur l'exigence d'une faute détachable des fonctions semblent également de bon augure (V. Cass. Com., 9 mars 2010, *préc.*). Critiquant le dispositif actuel : A. Bougrine et N. Torribio, « Les sanctions de la *Corporate Governance* », *Journal des sociétés*, mars 2009, n°63, p.48. Constatant un durcissement récent : A. Poncelet, « Responsabilité des mandataires sociaux : le développement des assurances RCMS », *Journal des sociétés*, févr. 2011, n°84, p.38, *spéc.* p.39 ; F. Kopf et M. D. Vittoria, « Contentieux d'actionnaires : la donne a changé », *Journal des sociétés*, oct. 2010, n°80, p.47.

<sup>224</sup> Cf. le rapport récent fait par la professeure Magnier (et sa riche bibliographie) : V. Magnier, « Rapport spécial en droit financier et boursier », dans Réponse de *Trans Europe Experts* à la Consultation publique de la Commission européenne : « Renforcer la cohérence de l'approche européenne en matière de recours collectifs », SEC (2011)173 final, 2011, [http://ec.europa.eu/competition/consultations/2011\\_collective\\_redress/tee\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/competition/consultations/2011_collective_redress/tee_fr.pdf), *spéc.* p.111 et s. ; V. Magnier, « L'opportunité d'une *class action* en droit des sociétés », *D.*, 2004, p.554.

<sup>225</sup> D'une part, la remise en cause de la déductibilité des rémunérations versées aux dirigeants des bénéficiaires imposables au titre de l'impôt sur les sociétés est une piste envisagée (proposition n°3 du rapport Houillon). D'autre part, la fiscalité des *stock-options* est en débat. L'Institut Montaigne propose de créer une fiscalité alléger de 26 % bénéficiant aux seuls profits réalisés sur des *stock-options* ou, sur des attributions gratuites d'actions, dont l'attribution est conditionnée à une performance objective des bénéficiaires de moyen terme. Quant aux profits réalisés grâce à la cession de titres délivrés au titre d'une rémunération complémentaire, ceux-ci seraient traités comme des revenus et soumis à l'impôt sur le revenu (Institut Montaigne, « Comment « bien » payer les dirigeants d'entreprise ? », *op. cit.*, p.8). Le rapport Houillon évoque aussi la possibilité de moduler le traitement fiscal des options de souscription ou d'achat d'actions attribuées aux dirigeants mandataires sociaux, selon qu'elles s'inscrivent dans un plan ayant bénéficié à l'ensemble des salariés de la société, à une proportion significative de salariés ou à un nombre très réduits de dirigeants (proposition n°15). Rappelons que la loi n°2008-1425 de finances pour 2009 a modifié le régime fiscal des parachutes dorés et plafonné le montant des indemnités de départ déductible du bénéfice imposable à six fois le plafond annuel de la sécurité sociale, soit

## 29. L'affirmation expresse de la prise en compte de l'intérêt général de l'entreprise et de la Société.

- Il apparaît indispensable que les rémunérations des dirigeants sociaux soient pensées en fonction de l'intérêt général non seulement de l'entreprise, mais encore de la Société. Affirmons la responsabilité sociale de la rémunération des dirigeants sociaux<sup>226</sup> ! Comme le propose le rapport Houillon<sup>227</sup>, ce principe pourrait être mentionné dans le *corpus* des articles L. 225-47, L. 225-53, L. 225-63 et L. 225-81 et contrôlé par le juge au cas par cas. Cette position se révèle loin d'être en rupture avec diverses préconisations internationales<sup>228</sup> et européennes<sup>229</sup>, avec l'opinion des autorités boursières<sup>230</sup>, avec les positions des organisations patronales, d'organismes privés<sup>231</sup> ou de *think tanks*<sup>232</sup>, avec la

---

environ 200 000 euros. De même, les indemnités de départ de plus de 500 000 euros sont dorénavant taxées par le biais de l'impôt sur le revenu à la tranche marginale supérieure, soit 40 %. Au-delà de ce seuil, la rémunération prélevée par l'entreprise sur ses bénéfices est assujettie à l'impôt sur les sociétés. Aussi : M. Jean-Louis Lemasson, « Proposition de loi n°5 (2008-2009) tendant à aligner la fiscalité des *stock-options* sur celle des traitements et salaires », 7 oct. 2008.

<sup>226</sup> Certains font référence à un plafond socialement acceptable (P.-H. Leroy, « Rémunérations incontrôlées, les bases financières de l'effet de cliquet », dans *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Association d'économie financière, 2009, p.150).

<sup>227</sup> Proposition n°4 du rapport Houillon.

<sup>228</sup> Pour l'OCDE, « [t]he goal needs to be remuneration/incentive systems that encourage long term performance » (OECD, « Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages », *op. cit.*, p.8). Dès 2004, l'OCDE avait précisé que « [d]ans le contexte économique actuel, l'intérêt pour le gouvernement d'entreprise va au-delà de l'intérêt porté par les actionnaires aux performances individuelles des entreprises » (OCDE, « Principes de gouvernement d'entreprise », *op. cit.*, p.4), qu'« [u]n gouvernement d'entreprise de qualité doit inciter le conseil d'administration et la direction à poursuivre des objectifs conformes aux intérêts de la société et de ses actionnaire » (*ibid.*, p.11), que « [l]e conseil d'administration doit appliquer des normes éthiques élevées [et] (...) doit prendre en considération les intérêts des différentes parties prenantes » (*ibid.*, p.24), ou encore qu'« [u]n régime de gouvernement d'entreprise doit reconnaître les droits des différentes parties prenantes à la vie d'une société » (*ibid.*, p.49 et s.).

<sup>229</sup> A titre d'exemple, la recommandation européenne 2009/385/CE du 30 avril 2009 peut être citée. Dans son considérant 6, il est noté que « (...) la structure de la rémunération des administrateurs devrait promouvoir la viabilité à long terme de la société ».

<sup>230</sup> Le président de l'AMF (M. Jean-Pierre Jouyet) évoque la notion d'« l'utilité collective », ce qui rejoint grandement la notion d'intérêt général de l'entreprise.

<sup>231</sup> Les recommandations de l'Afep et du MEDEF précisent que la rémunération des dirigeants mandataires sociaux soit fixée en tenant compte de l'intérêt général de l'entreprise. De manière proche, M<sup>me</sup> Colette Neuville (présidente de l'association pour la défense des actionnaires minoritaires) se réfère à l'intérêt social, dont la dimension est plus restrictive en ce qu'elle ignore l'enjeu de cohésion des salariés, l'acceptabilité sociale et, de manière plus générale, l'intérêt de l'économie française dans son ensemble. Si l'Association française de la gestion financière (Afg) considère que les intérêts des dirigeants de l'entreprise doivent être en droite ligne avec ceux des actionnaires, la politique de rémunération au sein de l'entreprise doit respecter un juste équilibre s'harmonisant avec les nécessités de motivation des salariés et intégrant des critères financiers et extra financiers (« Recommandations sur le gouvernement d'entreprise », janvier 2011, *spéc.* p.19). En Grande-Bretagne, *FairPensions* vient de publier un rapport préconisant une réorientation des devoirs fiduciaires des investisseurs institutionnels : « *The duty of undivided loyalty is, as we have seen, at the heart of the fiduciary relationship. Undermining this would undermine the fundamental purpose of fiduciary obligation. However, there may be other ways of protecting the public interest and encouraging enlightened behaviour which do not interfere with the basic nature of the fiduciary relationship. Section 172 of the Companies Act 2006, which requires company directors to 'have regard' to the longer-term and wider consequences of their decisions, provides a useful model. This model preserves the primacy of fiduciaries' duty to their beneficiaries, but recognises that beneficiaries' long-term interests may often be best served by an enlightened approach* » (FairPensions, « Protecting Our Best Interests: Rediscovering Fiduciary Obligation », March 2011). Egalement : *Freshfields Bruckhaus Deringer*, « A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues

jurisprudence existante<sup>233</sup> ou encore, avec une partie de la doctrine française et étrangère<sup>234</sup> ... même si notre proposition va bien au-delà, en reconnaissant *mutatis mutandis* le rôle sociétal des entreprises contemporaines. Les dirigeants ne sont-ils pas responsables d'une cellule sociétale que traduit dans des termes, peut-être, plus modernes et transversaux la RSE<sup>235</sup> ? Ne faudrait-il pas interpréter en ce

---

into Institutional Investment », 2005, UNEP FI Asset Management Working Group, [http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf).

<sup>232</sup> Institut de l'entreprise, « L'entreprise de l'après-crise : Favoriser une meilleure prise en compte du long terme », *Les Notes de l'Institut*, janvier 2010, spéc. p.47 et s. (préconisant un alignement de la rémunération variable sur la performance au long terme de l'entreprise) ; Institut Montaigne, « Mieux gouverner l'entreprise », mars 2003, spéc. p.15 et p.29 et s.

<sup>233</sup> Cf. le célèbre arrêt *Fruehauf* : CA Paris, 22 mai 1965, *J.C.P.*, 1965, II, n°14274 bis, concl. Nèpveu ; *D.*, 1968, Jurisp., p.147, note R. Contin. Plus récemment, le professeur Bézard note que « (...) la jurisprudence (...) est particulièrement claire sur le fait que l'intérêt social ne se ramène pas à l'intérêt des seuls actionnaires » (P. Bézard, « Face-à-face entre la notion française d'intérêt social et la gouvernance d'entreprise », *LPA*, 12 févr. 2004, n°31, p.45, spéc. p.48). A tout le moins, la construction prétorienne en France témoigne d'un mouvement de balancier entre intérêt des associés, intérêt de la société et intérêt de l'entreprise (en ce sens : D. Poracchia, « Le rôle de l'intérêt social dans la société par actions simplifiée », *Rev. sociétés*, 2000, p.223, spéc. p.224 et s., n°3 et s. ; A. Vézinet, « La position des juges sur l'intérêt social », *Dr. et pat.*, avr. 1997, p.50.).

<sup>234</sup> Récemment : P. Portier, « Rémunération des dirigeants : une crise morale, une gouvernance dépassée », *art. préc.*, p.194 et s. ; Y. Paclot, « Intérêt social et rémunération des dirigeants sociaux », *art. préc.*, p.71 et s. Parmi une littérature riche : I. Tchotourian, « La compagnie, instrument futur d'un « capitalisme stakeholder » ? La perception nouvelle du concept d'« intérêt social » en droit nord-américain et européen au service d'un management en charge d'âmes », dans *Traduire nos responsabilités planétaires. Recomposer nos paysages juridiques*, collection Bibliothèque de l'Académie Européenne de Théorie du droit, Editions Bruylant, 2009, p.447 ; S. Rousseau et I. Tchotourian, « L'« intérêt social » en droit des sociétés : Regards canadiens », *Rev. sociétés*, 2009, p.735 ; F. G. Trébulle, « Stakeholder theory et droit des sociétés (deuxième partie) », *Bull. Joly Sociétés*, 2007, n°1, p.7 ; F. G. Trébulle, « Stakeholder theory et droit des sociétés (première partie) », *Bull. Joly Sociétés*, 2006, n°12, p.1337 ; B. Teyssié, « L'intérêt de l'entreprise, aspects de droit du travail », *D.*, 2004, p.1080 ; « Crise et structure juridiques des entreprises », *5<sup>ème</sup> journées R. Savatier*, 1997, p.87 ; R. Contin, « Le contrôle de la gestion des sociétés anonymes », *Litec*, 1975 ; R. Contin, « L'arrêt *Fruehauf* et l'évolution du droit des sociétés », *D.*, 1968, chron., p.45 ; J. Paillusseau, « La société anonyme, technique d'organisation de l'entreprise », Sirey, 1967 ; M. Despax, « L'entreprise et le droit », *L.G.D.J.*, 1957 ; P. Durand, « L'entreprise », dans *Rapport aux Travaux de l'Association H. Capitant*, 1947, p.54. Dans la littérature juridique nord-américaine : D. C. Baird and M. T. Henderson, « Other People's Money », *The Chicago Working Paper Series*, September 2007 ; L. A. Stout, « Why We Should Stop Teaching *Dodge v. Ford* », *Law & Econ Research Paper Series No.07-11* ; R. D. Valsan et M. A. Yahya, « Shareholders, Creditors, and Directors' Fiduciary Duties : A Law and Finance Approach », *Virginia Law & Business Review*, Spring 2007, vol. 2, n°1, p.1 ; K. Greenfield, « The Failure of Corporate Law : Fundamental Flaws and Progressive Possibilities », The University of Chicago Press, 2006 ; J. Mahoney, C. C. Asher and J. Mahoney, « Toward a Property Rights Foundation for a Stakeholder Theory of the Firm », *Journal of MGMT Governance*, 2005, vol. 9, p.5 ; M. M. Blair and L. A. Stout, « Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board », *Washington University Law Quarterly*, 2001, vol. 79, p.403 ; B. Black, « Corporate Law and Residual Claimants », Berkeley Program in Law & Econ., *Working Paper No.27*, 1999 ; R. Clark, « Corporate Law », A A Balkema, 1986. Au plan européen, le rapport du groupe de travail sur l'avenir du droit des sociétés publié en avril 2011 insiste sur la prise en compte du long terme et la continuité de l'entreprise qui doivent guider les décisions sociales (*European Commission*, « Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law », Brussels, April 5, 2011, spéc. p.77).

<sup>235</sup> Dernièrement : C. Champaud, « Manifeste pour la doctrine de l'entreprise : sortir de la crise du financialisme », Larcier, 2011, spéc. p.288 et s. Cet auteur appartient au courant de pensée du nom de « Doctrine de l'entreprise » ou d'« Ecole de Rennes » auquel sont aussi rattachés les noms de juristes célèbres comme R. Percerou, R. Contin, H. Hovasse ou C. Paillusseau. Pour la littérature nord-américaine, les réflexions ont commencé avec les écrits de Dodd : E. M. Dodd, « Is Effective Enforcement of the Fiduciary Duties of Corporate Managers Practicable? », *The University of Chicago Law Review*, 1935, p.194 ; E. M. Dodd, « For Whom Corporate Managers are Trustees? », *Harvard Law Review*, 1932, vol. 45, n°7, p.1145-1163, spéc. p.1148.

sens la recommandation de l'autorité financière française du 2 décembre 2010 quand elle recommande de tenir compte de la RSE dans la rémunération des dirigeants<sup>236</sup> ?

**30. Rééquilibrer les pouvoirs en faveur des actionnaires ?** - Dans le domaine de la rémunération, il convient assurément de repenser l'équilibre des pouvoirs. En ce sens, plusieurs pistes sont envisagées dont aucune n'est exempte de critiques. Dans le cadre de cette étude, nous nous attarderons sur celle qui fait l'objet du plus d'attention dans la sphère publique (et qui serait celle du sens de l'histoire<sup>237</sup>) : le *credo* de l'accroissement du pouvoir décisionnel des actionnaires. Sous le nom de « démocratie actionnariale », il est envisagé de faire participer les actionnaires au processus décisionnel en s'appuyant sur une réflexion politique et sur l'analogie entre démocratie et société<sup>238</sup>. Diverses formules sont possibles : confier *ab initio* le pouvoir décisionnel aux actionnaires, permettre aux actionnaires de se prononcer par le biais d'un vote consultatif (le *Say on pay*) ou, soumettre toute décision de fixation de la rémunération des dirigeants à la procédure des conventions réglementées. Dans le système français, les actionnaires ne se prononcent pas sur la question des rémunérations<sup>239</sup>. Hormis les *stock-options* et les actions gratuites, les actionnaires n'approuvent qu'*a posteriori* les éléments relevant du régime des conventions réglementées (indemnités de départ et retraites complémentaires) et ne se prononcent, pour le reste, que dans le cadre de l'approbation du rapport de gestion. Même si certaines positions sont plus radicales<sup>240</sup>, l'essentiel des propositions françaises de réforme s'oriente en faveur d'un système d'approbation *a posteriori* en soumettant les éléments constitutifs des rémunérations des dirigeants au régime des conventions réglementées<sup>241</sup>. L'OCDE se veut volontaire en la matière en indiquant dans son rapport sur la crise financière : « *In order to increase awareness and attention, it should be considered good practice that remuneration policies*

<sup>236</sup> AMF, « Recommandation n°2010-13 : Rapport sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale », 2 déc. 2010, *spéc.* p.6. Pour des commentaires : P. Le Cannu et B. Dondero, « Information RSE : pratiques actuelles et recommandations pour l'avenir », *RTD fin.*, 2010, n°4, p.117 ; C. Malecki, « Les recommandations de l'AMF sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale », *JCP E*, 23 déc. 2010, n°51-52, 2140.

<sup>237</sup> Rapport de Courson, p.27. En ce sens, les auteurs soulignent la convergence qui se dessine dans la construction du droit des sociétés et des marchés financiers en faveur des actionnaires : M. M. Siems, « Convergence in Shareholder Law », Cambridge University Press, 2008.

<sup>238</sup> En France : Y. Guyon, « La société anonyme, une démocratie parfaite », dans *Mélanges C. Gavalda*, Dalloz, 2001, p.133 ; C. Jauffret-Spinozi, « Les assemblées générales d'actionnaires dans les sociétés anonymes, réalité ou fiction ? (étude comparative) », dans *Mélanges R. Rodière*, Dalloz, 1981, p.125.

<sup>239</sup> « Rémunérations des dirigeants dans les sociétés par actions », *Actes prat., préc.*

<sup>240</sup> F. Sauvadet et C. de Courson, « Proposition de loi n°1671 (2008-2009), visant à démocratiser le mode de fixation des rémunérations des mandataires sociaux dans les sociétés anonymes », 13 mai 2009. Cette proposition qui a été rejeté visait à transférer aux assemblées générales le pouvoir de fixer les rémunérations des dirigeants sociaux, les conseils se trouvant cantonnés à un rôle de proposition sur la base d'une négociation avec les intéressés dont il serait rendu compte dans le détail devant les assemblées générales.

<sup>241</sup> Proposition n°7 du rapport Houillon : « *modifier les articles L. 225-42-1 et L. 225-90-1 du code de commerce afin d'obliger les conseils d'administration ou de surveillance à consulter les assemblées générales ordinaires des actionnaires sur l'intégralité des éléments de rémunération et les engagements de toutes natures correspondant à des indemnités ou à des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la prise, de la cessation ou du changement de fonctions d'un dirigeant mandataire social* ». Aussi : Institut Montaigne, *op. cit.*, p.6.

*are submitted to the annual meeting and as appropriate subject to shareholder approval* »<sup>242</sup>. Au travers de plusieurs recommandations de la Commission, l'Union européenne s'inscrit en droite ligne de l'OCDE en préconisant un vote des actionnaires sur la déclaration des rémunérations<sup>243</sup>. Au niveau national, les pays industrialisés adoptent des positions variées<sup>244</sup>. En Angleterre, les sociétés cotées sont tenues depuis 2002 de présenter à l'assemblée générale de leurs actionnaires un rapport annuel séparé et détaillé sur la rémunération des dirigeants, indiquant les objectifs assignés, les composantes retenues ainsi que les modalités d'appréciation des performances réalisées<sup>245</sup>. Toutefois, le vote des actionnaires demeure consultatif. D'autres pays ont fait un choix institutionnel plus radical. Les Pays-Bas et la Suède ont institué un vote obligatoire sur la politique de rémunération, ce dernier pays confiant un pouvoir décisionnel plus important.

<sup>242</sup> OECD, « Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages », *op. cit.*, p.8.

<sup>243</sup> Recommandations 2004/913/CE, 2005/162/CE et 2009/385/CE de la Commission européenne. Dans la recommandation 2004/913/CE, le point 4.2 recommande que la déclaration sur les rémunérations soit soumise au vote de l'assemblée générale annuelle des actionnaires. Il est relevé que les États membres peuvent néanmoins prévoir qu'un tel vote ne sera organisé que s'il est demandé par des actionnaires représentant au moins 25 % du nombre total de votes détenus par les actionnaires présents ou représentés à l'assemblée générale annuelle, ceci ne devant pas préjuger du droit des actionnaires de déposer une résolution selon les dispositions nationales. Plus récemment, le Parlement européen a précisé que « *les actionnaires devraient pouvoir, le cas échéant, contribuer à la définition de politiques de rémunération viables à long terme et qu'ils pourraient par conséquent être appelés à faire connaître leur avis sur ces politiques par un vote à caractère non contraignant sur le rapport relatif aux rémunérations lors de l'assemblée générale de la société* » (European Parliament, « Resolution on Remuneration of Directors of Listed Companies and Remuneration Policies in the Financial Services Sector », *op. cit.*). En 2009, le Forum européen du gouvernement d'entreprise avait recommandé un vote contraignant ou consultatif des actionnaires sur la politique de rémunération.

<sup>244</sup> Pour une comparaison entre la France et l'Amérique du nord : I. Tchotourian, « Une approche comparée de l'encadrement normatif de la rémunération des dirigeants de sociétés cotées ou la définition de la bonne gouvernance par le droit », *RFGE*, 2007, n°2, p.39.

<sup>245</sup> Sections 420 and 421, *Directors Remuneration Report, Company's Act 2006*.

### Consultation des assemblées générales d'actionnaires en matière de rémunérations des dirigeants mandataires sociaux en Europe

Pays	Existence et portée de la consultation	Nature des règles
Belgique	La détermination de la rémunération des principaux dirigeants est du ressort exclusif de l'assemblée générale. Elle ne peut être déléguée.	-
Allemagne	L'assemblée générale des actionnaires se prononce sur la rémunération des membres du conseil d'administration ou de surveillance.	Loi
Danemark	La rémunération des membres du conseil d'administration ou de surveillance est soumise à l'approbation obligatoire de l'assemblée générale des actionnaires.	Loi
Finlande	La rémunération de la direction est déterminée par l'organe qui a procédé à sa désignation.	
France	Vote sur le rapport annuel et non sur la politique de rémunération.	Loi
Italie	L'assemblée générale des actionnaires approuve la rémunération des membres du conseil d'administration ou de surveillance. Le conseil en revanche décide de la rémunération de tous les autres cadres dirigeants et de la politique de rémunération de la société. Il n'existe pas de vote sur des critères de performance.	Loi
Suède	L'assemblée générale des actionnaires décide de la rémunération individuelle de chaque membre de l'équipe de direction.	Loi
Royaume-Uni	L'assemblée générale se prononce, par résolution, sur le rapport concernant la rémunération des membres de l'équipe de direction.	Recommandations

*Extrait du rapport de la Commission européenne sur l'application, par les Etats membres, des recommandations sur la rémunération des dirigeants d'entreprise, SEC(2007)1022, 13 juillet 2007*

Quelle que soit l'option choisie et ses avantages<sup>246</sup>, le renforcement des prérogatives des actionnaires se heurtent à une série de critiques<sup>247</sup> qu'il convient de ne pas négliger : le peu d'Etats européens

<sup>246</sup> Les études menées sur l'introduction du *Say on pay* en Angleterre révèlent plusieurs points positifs à son introduction : l'établissement d'un lien entre rémunération et performance (F. Ferri and D. A. Maber, « Say on Pay Votes and CEO Compensation: Evidence from the UK », *Working Paper Series*, March 11, 2011, <http://ssrn.com/abstract=1420394>), la réduction de la rémunération excessive (M. E. Carter and V. Zamora, « Shareholder Remuneration Votes and CEO Compensation Design », *AAA 2008 MAS Meeting Paper*, February 18, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1004061>), la diminution du versement d'émolument en cas d'échec des dirigeants (J. Gordon, « "Say on pay": Cautionary notes on the UK Experience and the case of shareholder opt-in », *Harvard Journal of Legislation*, spring 2009), le renforcement du rôle du comité de rémunération et de la qualité de la procédure (D. Gilshan, « Say on Pay: Six Years On – Lessons from the UK experience », Railpen Investments and PIRC Limited, 2009 ; S. Davis, « Does 'Say on pay' work? Lessons on Making CEO Compensation Accountable », *Policy Briefing No.1, The Millstein Center for corporate governance and performance*, Yale School of Management, 2007) ou encore, entrainer le départ des dirigeants sociaux (W. Alissa, « Boards' Response to Shareholders' Dissatisfaction: The Case of Shareholders' Say on Pay in the UK », *Working Paper Series*, May 1, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1412880>).

<sup>247</sup> M. Lordon utilise, de manière provocatrice, les termes de « mirage » ou d'« utopie sociale » pour qualifier la démocratie actionnariale (F. Lordon, « Fonds de pension, piège à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale », Éditions Raisons d'agir, 2000, *spéc.* p.106).

inscrit à l'heure actuelle dans cette voie<sup>248</sup>, l'efficacité contestée du vote des actionnaires<sup>249</sup>, le caractère non transférables des conditions de réussite du *Say on pay*<sup>250</sup>, l'application des règles du marché du luxe aux rémunérations<sup>251</sup>, l'absence de conflits d'intérêts avec les dirigeants sociaux<sup>252</sup>

<sup>248</sup> La Commission européenne a relevé que seule une minorité d'Etats membres a suivi les recommandations européennes de 2004 en ce qui concerne la promotion du vote des actionnaires (Comm. CE, « Rapport sur la mise en œuvre, par les Etats membres de l'UE, de la recommandation 2009/385/CE de la Commission complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées », 2 juin 2010, COM(2010) 285 final).

<sup>249</sup> M. J. Conyon and G. Sadler, « Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK », AAA 2010 Management Accounting Section (MAS) Meeting Paper, August 19, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1457921> (« Currently, we find limited evidence that, on average, 'say on pay' materially alters the subsequent level and design of CEO compensation ») ; J. Cai and R. A. Walkling, « Shareholders' Say on Pay: Does it Create Value? », Journal of Financial and Quantitative Analysis (Forthcoming), September 4, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1342656> (« Our findings suggest that say-on-pay creates value for companies with inefficient compensation, but can destroy value for others »). Recommandant la prudence dans l'instauration du *Say on pay* : K. O. Bowlin, M. H. Christ and J. B. Griffin, « Say-on-Pay and the Differential Effects of Voluntary Versus Mandatory Regimes on Investor Perceptions and Behavior », AAA 2011 Management Accounting Section (MAS) Meeting Paper, August 16, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1659862> (« We provide evidence that giving investors a voice in setting executive compensation (i.e., permitting say-on-pay) improves investors' perceptions of the fairness of compensation-setting procedures, which leads to greater investor trust in boards of directors and increases their willingness to invest. However, we find that say-on-pay's positive effect on investor behavior is greater when boards give their investors a voice voluntarily than when they are mandated to do so ») ; R. F. Göx, F. Imhof and A. H. Kunz, « 'Say on Pay' and its Repercussion on CEO Investment Incentives, Compensation, and Firm Profit », April 13, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1588682> (« advisory votes do not distort investment decisions (and may expand rather than curb executive compensation), while binding rules cause exactly the opposite by distorting management decisions and impairing shareholder value »). A propos des résultats négatifs de l'introduction d'un vote obligatoire en Suisse : A. F. Wagner and C. Wenk, « Design Matters: Binding Say-on-Pay and its Impact on Shareholder Value », Swiss Finance Institute Research Paper No. 11-12, May 13, 2011, <http://ssrn.com/abstract=1793089>. Pour d'autres critiques : P. Dey, « Shareholders too powerful », *The Globe and Mail*, June 8, 2010 ; Y. Allaire, « Giving a Shareholders a Say on Pay: A Measure Leading to Better Governance », *Institute for Governance of Private and Public Organizations Position Paper No. 5*, March 8, 2010, <http://ssrn.com/abstract=1580071> ; S. Bhagat and R. Romano, « Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term », *Yale Law & Economics Research Paper No. 374*, February 1, 2009, <http://ssrn.com/abstract=1336978> ; S. M. Bainbridge, « Remarks on Say on Pay: An Unjustified Incursion on Director Authority », *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-06*, March 20, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1101688> ; S. Deane, « Say on Pay: Results from Overseas », *The Corporate Board*, 2007, vol. 28, July/August, n°165, p.11 ; L. A. Stout, « The Mythical Benefits of Shareholder Control », *Virginia Law Review*, 2007, n°93, p.789 ; R. S. Thomas and J. F. Cotter, « Shareholder proposals in the new millennium: Shareholder support, board response, and market reaction », *Journal of Corporate Finance*, 2007, vol. 13, n°2-3, p.368 ; J. A. Grundfest, « Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians inside the Gates », *Stanford Law Review*, 1993, 45, p.857.

<sup>250</sup> « The factors that appear to have led to success in the UK and Australia (i.e. large concerned institutional investors, direct contact with companies, willingness and capability to vote against a report) might not exist in other jurisdictions or work differently so that the approach might not be easily transferrable » (OECD, « Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages », *op. cit.*, p.24).

<sup>251</sup> P.-Y. Gomez, « La rémunération des dirigeants obéit aux règles du marché du luxe », *Le Monde Économie*, 28 oct. 2008 : « Incapables de connaître sa valeur d'usage réelle, les actionnaires préfèrent un dirigeant qui gagne peu. Le salaire du premier les rassure quant à ses éventuels talents : il est très bien payé, donc il est sans doute très compétent, pensent-ils. Le second leur paraît suspect : s'il est rémunéré, c'est que le marché n'en veut pas, parce qu'il n'est pas assez doué. Une logique de sur-rémunération des dirigeants est ainsi mise en place par les actionnaires eux-mêmes ».

<sup>252</sup> Critiquant la théorie de l'agence : P.-Y. Gomez, « La gouvernance actionnariale et financière : une méprise théorique », *RF gest.*, nov.-déc. 2009, vol. 35, n°198-199, p.369 ; M. T. Moore and A. Rebérioux, « The Corporate Governance of the Firm as an Entity: Old Issues for the New Debate », in *The Firm as an Entity : Implications for Economics, Accounting and the Law*, Y. Biondi, A. Canziani and T. Kirat (Eds.), Routledge, 2007, p.348 ; P.-Y. Gomez and H. Korine, « Entrepreneurs and Democracy: A Political Theory of Corporate

(ceci d'autant plus que la dissémination de l'actionnariat appartient davantage au rêve qu'à la réalité<sup>253</sup>), le spectre trop limité de l'*agency theory*<sup>254</sup>, la participation relative des actionnaires à la vie de leurs entreprises<sup>255</sup>, l'apathie des actionnaires exacerbée par la gestion collective<sup>256</sup> et la place prise par les investisseurs institutionnels dans le financement des entreprises dont certains privilégient une technique d'*Exit*<sup>257</sup>.

**31. Vers un autre rééquilibrage des pouvoirs ?** - La voie de la démocratie actionnariale et d'une diminution corrélative des pouvoirs des dirigeants sociaux ne lève pas tous les doutes. En conséquence, d'autres propositions sont (et doivent être) âprement discutées<sup>258</sup>. Le renforcement des pouvoirs du conseil d'administration est une des solutions la plus abordée en parallèle de la démocratie actionnariale. Les prises de position ferme en faveur de l'indépendance des administrateurs<sup>259</sup>, de leur compétence<sup>260</sup>, ou des conseils spécialisés en charge d'éclairer le conseil

---

Governance », Cambridge University Press, 2008, *spéc.* p.251 et s. ; L. L. Lan and L. Heracleous, « Rethinking Agency Theory: The View from Law », *Academy of Management Review*, 2010, vol. 35, n°2, p.294.

<sup>253</sup> Pour le cas français : J.-L. Beffa et X. Ragot, « L'enjeu de l'actionnariat des grandes entreprises cotées en France », dans *A quoi servent les actionnaires ?*, J.-P. Pouffut (dir.), Albin Michel, 2009, p.47, *spéc.* p.59 ; C. Van der Elst, « Shareholder Mobility in Five European Countries », *ECGI - Law Working Paper No. 104/2008, TILEC Discussion Paper No. 2008-019*, April 2008, <http://ssrn.com/abstract=1123108>.

<sup>254</sup> I. Filatotchev and D. Allcock, « Corporate Governance and Executive Remunerations: A Contingency Framework », *The Academy of Management Perspectives*, February 2010, vol. 24, n°1, p.20.

<sup>255</sup> Lire en ce sens le bilan dressé par l'OCDE : OECD, « Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages », *op. cit.*, p.47. Dans le cas français, les dernières statistiques de *Proxinvest* indiquent que la hausse de la participation en assemblée générale en 2010 ralentit : au sein du SBF 250, elle progresse encore à 69,4 % des actions contre 68,8 % et 68,3 % les deux années précédentes mais elle recule de 62,2 % à 61,7 % pour le CAC 40. En absence d'une véritable réforme du vote par Internet, la France semble atteindre ses limites. En nombre d'actionnaires, la participation demeure donc faible : seuls 5 % des actionnaires ont participé aux assemblées générales du CAC 40 en 2010. En 2001, le professeur Gomez distinguait six attitudes face à la possession d'actions qui détermine le comportement actif ou non des actionnaires : le souverain, l'apathique, le père de famille, l'intéressé, le fidèle, l'opportuniste (P.-Y. Gomez, *op. cit.*, p.105)

<sup>256</sup> Sur les conséquences de la montée des investisseurs institutionnels en termes de gouvernance d'entreprise : O. Weinstein, *op. cit.*, p.112 et s. Dans son point 6.1, la recommandation 2009/385/CE note que les actionnaires, en particulier les actionnaires institutionnels, devraient être encouragés à prendre part aux assemblées générales, le cas échéant, et à faire un usage avisé de leur vote concernant la rémunération des administrateurs.

<sup>257</sup> Cette stratégie, appelée également « le vote avec les pieds », consiste à céder ses titres sur le marché financier et à soumettre la direction de l'entreprise à un contrôle du marché. A propos des comportements différenciés des investisseurs institutionnels : L. Batsch, *op. cit.*, p.20 et s. Soulignant une évolution vers plus de participation à la gestion : T. Clarke, *op. cit.*, p.122 ; R. Monks, A. Miller and J. Cook, « Shareholder Activism on Environmental Issues: A Study of Proposal at Large US Corporations (2000-2003) », *Natural Resources Forum*, 2004, vol. 28, p.317. En France, l'enquête de l'Afg sur l'exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2010 montre que, dans le cadre des mandats, les investisseurs institutionnels déléguant le vote ont porté en 2010 un intérêt particulier à l'endroit de résolutions relatives à la politique de rémunération (Afg, « Exercice des droits de vote par les sociétés de gestion en 2010 », 11 févr. 2011). Une tendance à plus d'intérêt des investisseurs institutionnels pour le vote en assemblée générale ressort également d'une récente étude de l'ORSE (ORSE, « L'engagement en France et à l'étranger : exercice du droit de vote et dialogue - Montée en puissance des critères extra financiers », 20 avr. 2011).

<sup>258</sup> Sur ces débats en France : P. Bissara, R. Foy et A. de Vauplane, « Droit et pratique de la gouvernance des sociétés cotées : Conseils et comités », Joly éditions, 2007, *spéc.* p.136 et s.

<sup>259</sup> Dans le système moniste, lorsque le PD-G est administrateur, il a la faculté juridique de participer au vote fixant sa rémunération. Le système dual est plus satisfaisant, puisque les fonctions de membres du directoire et du conseil de surveillance sont incompatibles. Les critères d'identification de ce qu'est l'administrateur indépendant sont multiples et divergents. Pour une synthèse internationale, V. l'Annexe A de P. Bissara, R. Foy

d'administration constituent autant de pistes<sup>261</sup>. Toutefois, ce sont également l'accroissement du pouvoir des salariés notamment par leur présence accrue au sein du comité de rémunération<sup>262</sup>,

---

et A. de Vauplane, *op. cit.*, p.277 et s. Malgré l'absence de *consensus*, M<sup>me</sup> de Beaufort indique que les définitions proposées par la Commission européenne et par les législations des pays européens se rejoignent en un objectif commun : l'administrateur indépendant est l'arbitre des conflits d'intérêts potentiels existant en dans les entreprises (V. de Beaufort, « L'administrateur indépendant, clé d'une bonne gouvernance des entreprises européennes ? Orientations de la Commission européenne et aspects comparatifs », *RFGE*, 2007, n°1, p.175, *spéc.* p.185. V. également l'ouvrage publié sous sa direction : « Gouvernance d'entreprise en Europe », *Economica*, 2006).

<sup>260</sup> « *The objective should be to facilitate the creation of competent boards that are capable of objective and independent judgement. (...) It should be considered good practice that boards develop specific policy for the identification of the best skill composition of the board, possibly indicating the professional qualities whose presence may favour an effective board. Especially in banks, some form of continuing training is required* » (OECD, « Corporate governance and the financial crisis: Key findings and main messages », *op. cit.*, p.9 et s.). Comme l'indique le professeur Wirtz, les développements en termes de compétences des administrateurs sont éparés autant dans les textes (législatifs ou professionnels) que dans la littérature des meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise (P. Wirtz, « Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise », *La Découverte*, 2008, *spéc.* p.102 et s. Défendant une vision cognitive de la gouvernance synonyme d'importance de la compétence des administrateurs : G. Charreaux et P. Wirtz, « Gouvernance des entreprises : Nouvelles perspectives », *Economica*, 2006). Cependant, force est de constater que la Commission européenne dans sa recommandation européenne du 21 mai 2003 propose qu'une évaluation de la contribution effective de chaque membre du conseil d'administration soit mise en place, proposition communautaire qui constitue une reconnaissance implicite de l'exigence d'une compétence particulière de la part des administrateurs.

<sup>261</sup> Le renforcement du comité de rémunération n'est pas sans conséquence sur la diminution des rémunérations des dirigeants, comme le démontrent certaines études (V. Chhaochharia and Y. Grinstein, « CEO Compensation and Board Structure », September 10, 2008, <http://ssrn.com/abstract=901642>. Sur le lien entre comité de rémunération et rémunération : R. Anderson, « Compensation Committees: It Matters Who Sets Pay », Washington and Lee University, 1997 ; H. A. Newman and D. W. Wright, « Compensation Committee Composition and its Influence on CEO Compensation Practices », September 20, 1995, <http://ssrn.com/abstract=7163>).

<sup>262</sup> Par exemple : Proposition n°6 du rapport Houillon.

l'accroissement du contrôle exercé par la jurisprudence<sup>263</sup>, l'accroissement du rôle de l'Etat<sup>264</sup> ... voire l'accroissement du pouvoir du titulaire de la rémunération lui-même<sup>265</sup> qui sont discutés.

#### IV. Conclusion

**32. Une question d'équilibre qui doit être traitée au niveau supranational.** - En France, comme dans la plupart des pays à économies avancées, le concept de rémunération globale est mal appréhendé, et par conséquent rarement appliqué de façon pertinente<sup>266</sup>. A l'instar de ce qu'écrit le professeur De Cordt<sup>267</sup>, la thématique de la rémunération des dirigeants d'entreprise doit donc amener à repenser l'équilibre (et la cohérence) du droit des sociétés sur quatre plans : un équilibre des normes en vertu duquel un renforcement du cadre législatif est aujourd'hui souhaitable<sup>268</sup> en ayant conscience de leurs limites<sup>269</sup>, un équilibre des intérêts qui justifie la remise en cause de l'orientation strictement

<sup>263</sup> A ce propos, le professeur Le Cannu écrit que « (...) ni le conseil, souvent trop solidaire, ni l'assemblée, souvent contrôlée et encore moins armée pour une telle appréciation, ne peuvent remplir un rôle de contrôle objectif » (P. Le Cannu note sous Cass. Com., 10 nov. 2009, *préc.*, p.41, n°8). En plus des décisions de 2008 et 2009 précédemment citées (V. *supra* note 35), la jurisprudence avait précisé dans une décision du 3 mars 1987 qu'une pension de retraite devait être la contrepartie de services particuliers rendus à la société durant l'exercice de ses fonctions, être proportionnée à ses services et ne pas constituer une charge excessive pour la société (Cass. Com., 3 mars 1987, *préc.*). Egalement : Cass. Com., 11 oct. 2005, *Bull. civ.*, IV, n°210 ; *JCP E*, 2005, 1796 ; Cass. Com., 24 oct. 2000, *Bull. civ.*, IV, n°166 ; *Bull. Joly Sociétés*, 2001, p.54, note M. Storck ; *D.*, 2000, AJ, p.434, note M. Boizard ; *Rev. sociétés*, 2001, p.95, note P. Le Cannu ; *JCP E*, 2001, p.37, note Y. Guyon ; *LPA*, 2001, n°42, p.12, note F.-X. Lucas ; Cass. Com., 10 févr. 1998, *Bull. civ.*, IV, n°70 ; CA Paris, 14 mai 1993, *RTD com.*, 1993, p.534, note Y. Reinhard. La jurisprudence est intervenue aussi pour cantonner le rôle du comité de rémunération : Cass. Com., 4 juill. 1995, *Quot. jur.*, 27 juill. 1995, n°60, p.4, note P. M. ; *Rev. sociétés*, 1995, p.504, note P. Le Cannu ; *Bull. Joly Sociétés*, 1995, p.968, note J.-F. Barbieri ; *JCP E*, 1995, II, 750, note Y. Guyon ; *RTD com.*, 1996, p.69, obs. B. Petit et Y. Reinhard.

<sup>264</sup> Les décrets français adoptés au cours de l'année 2009 illustre ce phénomène. Plus globalement, les turbulences financières, économiques et sociales de ce début de millénaire posent la question de la place du droit dans l'économie et *mutatis mutandis* de celle de l'Etat (P. Vercauteren, « Crise financière et crise multiple : la gouvernance globale et l'intervention de l'Etat », dans *La crise économique et financière de 2008-2009 : L'entrée dans le 21<sup>e</sup> siècle ?*, V. Dujardin *et al.* (dir.), P.I.E. Peter Lang, 2010, p.177). Aussi : L. Cocks and A. Dignam, « The End of the History for Anglo-Saxon Outsider Corporate Governance: Are we all French now? », dans *Les défis actuels du droit financier – The Current Challenges of Financial Law*, A. Couret et C. Malecki (dir.), Joly éditions, 2010, p.75 ; E. Eckbo, « The Government as Active Shareholder », *Testimony to the Congressional Domestic Policy Subcommittee of the Oversight and Governance Reform Committee*, December 16, 2009, <http://ssrn.com/author=98728>.

<sup>265</sup> Un arrêt de la cour de cassation du 10 février 2009 conditionne toute réduction de rémunération d'un membre du directoire, par le conseil de surveillance, à l'accord préalable de l'intéressé (Cass. Com., 10 févr. 2009, *Juris-Data n°2009-046997*). Cet arrêt augure-t-il la même restriction pour le conseil d'administration ?

<sup>266</sup> G. Valin, « La rémunération globale, instrument de gouvernance d'entreprise », *RFGE*, 2003, n°3, p.9, *spéc.* p.11.

<sup>267</sup> Y. De Cordt, « Le droit des sociétés cotées : question d'équilibre », dans *La crise économique et financière de 2008-2009 : L'entrée dans le 21<sup>e</sup> siècle ?*, V. Dujardin *et al.* (dir.), P.I.E. Peter Lang, 2010, p.213.

<sup>268</sup> Alors que le *corporate governance* semblait jusqu'alors une terre hostile à l'exercice d'une fonction d'autorité, le professeur Couret a souligné que le législateur a opéré en la matière une restauration de la maîtrise du processus de production des normes dès le début des années 2000 (A. Couret, « La structure juridique des entreprises (*corporate governance*) », *RID éco.*, 2002, n°2-3, p.339, *spéc.* p.352 et s.). Le Forum européen de gouvernement d'entreprise s'est exprimé en faveur de l'adoption d'une directive dans sa déclaration publique du 24 mars 2009.

<sup>269</sup> « [S]'il est vrai que les lois doivent forcer les hommes à la justice, elles n'en restent pas moins impuissantes à en faire des hommes justes » (P. Dardot et C. Laval, « La nouvelle raison du monde : essai sur la société néolibérale », La Découverte, 2010, *spéc.* p.43).

actionnariale qui a longtemps servi de fondement aux mécanismes de rémunération, un équilibre des structures pour lequel il semble plus que nécessaire de responsabiliser tant les actionnaires que le conseil d'administration et un équilibre des comportements qui doit amener à un compromis entre performance multiple, prise de risque contrôlé et rémunération saine. C'est à la recherche de cet équilibre qu'il faut aujourd'hui se consacrer<sup>270</sup>, mais d'un équilibre qui dépasse les frontières nationales<sup>271</sup> tant l'empreinte de la mondialisation est prégnante dans la définition des règles et pratiques régissant les relations entre les dirigeants et les actionnaires des sociétés cotées sur un marché financier devenu *de facto* mondial – voire « total »<sup>272</sup> –. A titre conclusif, il apparaît clairement qu'il ne faut peut-être pas trop en demander au droit des sociétés cotées et aux instruments juridiques *lato sensu*, ceux-ci ont leurs limites d'autant plus que ce sont avant tout les hommes, leurs mentalités et leurs comportements qu'il faut perfectionner<sup>273</sup>. Ce n'est qu'à ce prix qu'il sera possible de parler de « juste rémunération », de séparer le bon grain des dirigeants de l'airain, de canaliser l'irrésistible ascension de l'argent dans les économies libérales<sup>274</sup> et de construire un monde qui rende la quête du bonheur de la *pax economica* possible<sup>275</sup>.

Fait à *Monash University* - Melbourne (Australie), le 7 juillet 2011

---

<sup>270</sup> Les nombreux scandales aux Etats-Unis ont montré que le cœur du problème a été la défaillance de la gouvernance de l'entreprise et, notamment, l'absence de réels pouvoirs des actionnaires (J. Heath and W. Norman, « Stakeholder Theory, Corporate Governance and Public Management: What can the History of State-Run Enterprises Teach us in the Post-Enron Area? », *Journal of Business Ethics*, 2004, vol. 53, p.1).

<sup>271</sup> Propositions n°1 et n°2 du rapport Houillon.

<sup>272</sup> A. Supiot, « L'esprit de Philadelphie : la justice sociale face au marché total », Seuil, 2010, *spéc.* p.59 et s.

<sup>273</sup> Y. De Cordt, *art. préc.*, p.228.

<sup>274</sup> N. Ferguson, « The Ascent of Money », Penguin Books, 2009.

<sup>275</sup> Alternatives Économiques, « La richesse autrement », hors-série, n°48, mars 2011.