

— 1 —

RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS MANDATAIRES SOCIAUX

UNE COMPARAISON DES PRATIQUES ET DES RÉGLEMENTATIONS

Février 2014

Zineb Bennani
Responsable Recherche Gouvernance et Engagement



Zineb Bennani

Jean-Xavier Hecker
Analyste ISR

REPENSER LES RÉMUNÉRATIONS COMME UN OUTIL DE CRÉATION DE VALEUR À LONG TERME

À l’instar de l’affaire Enron, qui avait donné le jour à la loi Sarbanes-Oxley, la crise économique et financière de 2008 a amené un grand nombre d’acteurs et d’institutions à se pencher sur les mécanismes de gouvernance des sociétés cotées, et plus particulièrement sur les rémunérations (loi Dodd-Frank, initiative Minder, nouveau code Afep-Medef, etc.). En effet, l’ampleur des conséquences de pratiques facilement évitables, telles que les prises de risques excessives de certains traders, a montré combien les principes de déontologie et les codes de gouvernance ne se résument pas à une simple question d’éthique, mais peuvent être déterminants pour la compétitivité et la soutenabilité des sociétés.

Trois raisons nous ont amenés à rédiger cette étude sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux dans les sociétés cotées :

1. Les rémunérations constituent un sujet récurrent de l’actualité des débats d’actionnaires et, plus largement, des débats sociétaux où dialoguent les entreprises, l’État et la société civile. En effet, l’évolution des rémunérations constitue un bon indicateur de la manière dont la valeur créée dans une société est répartie entre les parties prenantes.
2. Dans une démarche d’engagement, les rémunérations sont – à travers le vote « Say on Pay » – l’un des principaux leviers d’action des investisseurs pour favoriser l’émergence d’une économie durable compatible avec les enjeux sociaux et environnementaux du XXI^e siècle.
3. Les rémunérations sont au cœur des enjeux de la gouvernance d’une entreprise. À ce titre, elles reflètent son orientation stratégique et sa vision de la performance.

– 2 –

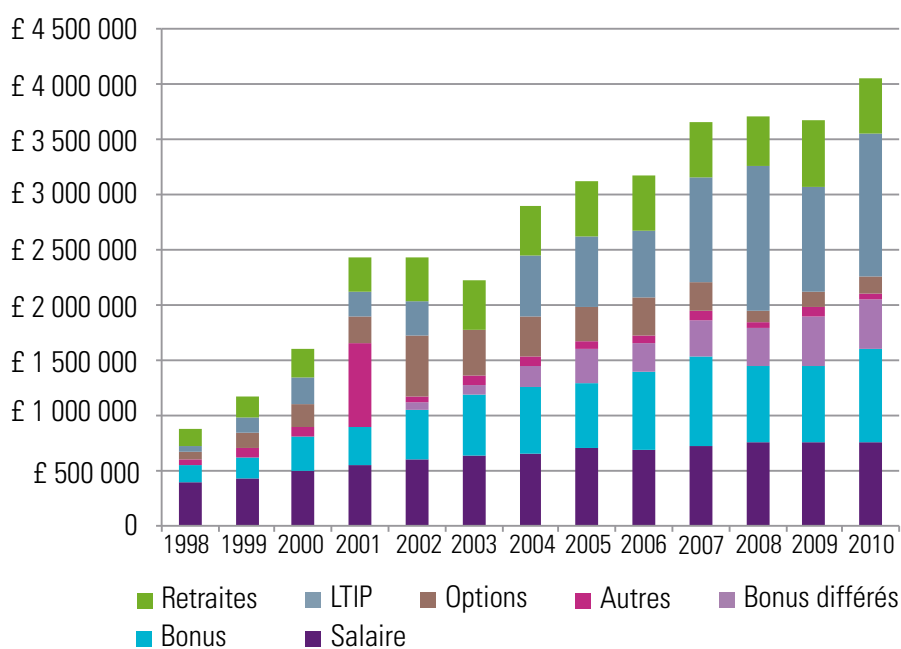
Un objet d’étude sensible dont la définition varie selon les acteurs

Les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux ne constituent pas un objet d’étude aux contours clairement définis. Elles n’ont pas cessé d’évoluer au cours des dernières années, tant dans leur montant (avec une tendance globale à la hausse, à nuancer selon la taille des entreprises¹), que dans leur structure (mise en place croissante d’éléments favorisant l’association des dirigeants au capital).

“ Les rémunérations constituent l’un des principaux leviers d’action des investisseurs pour favoriser l’émergence d’une économie durable.

1. Une étude de l’observatoire ATH sur l’information financière publiée en 2013, montre que de 2008 à 2012, en pleine crise financière, la rémunération totale médiane des dirigeants a augmenté de 17 % (échantillon de 388 dirigeants de 154 grandes sociétés hors CAC 40, dont le chiffre d’affaires varie entre 3,4 M€ et 42,6 Md€ annuels). Cette évolution recouvre cependant de fortes disparités selon la taille des entreprises.

Figure 1 : Détail de la rémunération médiane des CEO de l'indice FTSE 100 (1998-2010)



Source : Mirova, d'après le Department for Business, Innovation & Skills. UK Government, 2013.

“ L’alignement des rémunérations avec la performance de l’entreprise doit s’inscrire dans le cadre d’une réflexion sur la création de valeur à long terme.

— 3 —

Ces rémunérations constituent une thématique particulièrement sensible sur laquelle s’affrontent une multitude d’organisations et d’institutions (Union européenne, gouvernements, organisations patronales, investisseurs, société civile, etc.). Tous la perçoivent avec un cadrage propre, par ailleurs loin d’être homogène, tant entre les différentes catégories d’acteurs qu’au sein même de chacune d’entre elles.

Leur fixation étant souvent une prérogative du conseil d’administration ou de surveillance de l’entreprise, il n’existe pas de définition universelle des éléments qui composent la rémunération d’un dirigeant mandataire social, ce qui implique parfois des modes de calcul différents d’un pays ou d’une société à l’autre.

En France, la recommandation du nouveau code Afep-Medef, qui instaure un vote consultatif des actionnaires sur les rémunérations individuelles des dirigeants mandataires sociaux, livre une définition large des éléments de rémunération devant être considérés. Il s’agit :

- de la part fixe ;
- de la part variable annuelle et pluriannuelle ;
- des rémunérations exceptionnelles ;
- des options d’actions ;
- des actions de performance et de tout autre élément de rémunération long terme ;
- des indemnités liées à la prise ou à la cessation de fonctions ;
- du régime de retraite supplémentaire ;
- et de tous les avantages supplémentaires, quelle qu’en soit la nature.

Comme l’AMF l’a remarqué dans son rapport sur le gouvernement d’entreprise (2012), les sociétés sont extrêmement innovantes quant à la création d’éléments d’intéressement qui ne font pas l’objet d’une recommandation spécifique. On le voit, l’encadrement des rémunérations est au cœur d’une dynamique itérative appelée à évoluer au cours du temps.

Une thématique au cœur de questionnements systémiques

Les rémunérations des dirigeants sont de nature systémique, dans le sens où elles constituent le « support » par lequel la création de valeur est récompensée. Ainsi, elles questionnent le lien entre les champs économiques, politiques, sociaux et environnementaux.

1. Comment réconcilier justice sociale et performance économique ?

Très médiatique, la question des rémunérations abusives est souvent présentée à travers le prisme de la notion de « justice sociale ». Écarts de rémunération, « pay for failures », autant d'événements qui revêtent une importance particulièrement cruciale dans une période d'austérité à laquelle seuls quelques-uns semblent échapper². On mesure ici à quel point la position du législateur, État ou Union européenne, est délicate. Garant du pacte social, il se doit de répondre aux attentes de la société civile, sans néanmoins pouvoir légiférer de manière trop contraignante. Il doit ménager la liberté contractuelle qui préside à la fixation des rémunérations. Les rémunérations constituent un moyen d'attirer et de retenir les talents face à un contexte international extrêmement compétitif, dans un contexte d'ouverture croissante des économies.

2. Quelle définition donner à la notion de performance face aux défis sociaux et environnementaux actuels ?

La question de l'alignement des rémunérations avec la performance de l'entreprise est en effet cruciale. Elle s'inscrit dans le cadre d'une réflexion sur la création, la mesure et la répartition de la valeur créée par une entreprise et pose de fait la question des parties prenantes devant être intégrées à cette réflexion.

- La responsabilité sociale de l'entreprise est-elle seulement de « faire du profit », comme le disait Milton Friedman ?
- Si, conformément à la vision mécaniste de la théorie de l'agence, les rémunérations sont l'outil idéal permettant d'aligner les intérêts des dirigeants (« agents » concentrant le pouvoir décisionnaire) avec celui des actionnaires (« principaux » et propriétaires de l'entreprise), les rémunérations doivent-elles seulement être indexées sur la maximisation de la valeur actionnariale (à savoir le cours boursier) ?
- Cette vision n'est-elle pas trop réductrice et porteuse d'une logique court-termiste qui exclurait les salariés du « cercle vertueux » de la création de valeur ?
- Comment réintégrer l'humain face à des logiques de rationalisation financière (cessions et restructurations rapides) dictées par des logiques boursières ?
- Devant l'urgence et l'étendue des défis environnementaux, la mesure de la valeur créée par une entreprise ne devrait-elle pas aussi prendre en compte les « externalités négatives » spécifiques à son activité ?

La réponse à l'ensemble de ces questions est contenue dans la définition qu'une société adopte de la notion de performance et constitue en cela un reflet de la manière dont une entreprise conçoit son intégration à son environnement, c'est-à-dire aux territoires et aux cultures avec lesquels elle interagit. La notion de prise de risques, que l'Union européenne a récemment identifiée comme étant en lien avec les rémunérations, découle de ces questionnements.

3. Comment intégrer ces enjeux dans la répartition des pouvoirs que dessine un modèle de gouvernance ?

Enfin, les rémunérations des dirigeants posent la question de la répartition des pouvoirs entre les différentes parties prenantes et ce, au sein même des entreprises.

2. Lors de la présentation de son étude « Income Inequality: Evidence and Policy Implications » à l'université de Stanford, Emmanuel Saez (chercheur à l'université de Berkeley) montre que le revenu moyen des 1% les plus riches a une meilleure capacité de résilience que celui des 99 %. En effet, si celui-ci connaît une baisse réelle moyenne de -36,23 % entre 2007 et 2009, il croît de 11,2 % de 2009 à 2011. Inversement, sur les mêmes périodes, le revenu moyen des 99 % décroît de respectivement 11,6 % et 0,4 %. Le creusement des inégalités du revenu se retrouve aussi sur la longue période de 1993 à 2011 où la croissance réelle du revenu des 1 % les plus riches est de 57,5 %, contre seulement 5,8 % pour les 99 % restants.

“ La définition qu'une société adopte de la notion de performance, constitue le reflet de la manière dont une entreprise concevra son intégration à l'environnement avec lequel elle interagit.

- Quels pouvoirs attribuer au management et au conseil d'administration, forts de leur expertise stratégique, face aux actionnaires ?
- Quel(s) pouvoir(s) accorder aux actionnaires, dont la légitimité repose sur la propriété du capital ?
- Quel niveau de représentation doit-on accorder aux salariés – actionnaires ou non – dans le conseil d'administration des entreprises où ils travaillent ?
- Quelle doit être la composition d'un comité de rémunération ?
- Comment traduire en termes quantitatifs la prestation d'un dirigeant, ce cocktail subtil et personnel entre savoir-faire technique et vision stratégique ?
- Comment garantir une rémunération en adéquation avec les responsabilités et la précarité inhérentes au statut de dirigeant mandataire social, celui-ci étant, en France, révocable « ad nutum » ?

Sur ces débats, deux visions s'affrontent : celle d'une gouvernance « actionnariale » (shareholder value) visant à maximiser le cours boursier des titres détenus par l'actionnaire, et celle, « partenariale » (stakeholder value), pour laquelle la performance de l'entreprise est mesurée à l'aune de la valeur créée pour l'ensemble des parties prenantes (clients, fournisseurs, employés, actionnaires, collectivités territoriales, etc.).

De la même manière qu'en philosophie politique il est impossible de dessiner une « république idéale » qui soit autre chose qu'un support à la réflexion sur les structures existantes, les rémunérations sont une occasion de se pencher sur les modes de gouvernance actuels, afin que ceux-ci soient en mesure de répondre aux enjeux du développement durable.

– 5 –

L'expertise Mirova

C'est à cette réflexion que ce Regard d'Expert de Mirova, pôle d'investissement socialement responsable de Natixis Asset Management, vous invite.

« Penser la finance autrement », c'est tout d'abord créer de la valeur durable, ce qui implique de connecter la finance et l'économie réelle. Or, l'un des leviers de cette ambition est de fournir à nos clients une expertise leur permettant d'exercer leurs droits d'actionnaires de manière responsable et engagée.

Pour ce faire, nous nous livrons ici à une étude qualitative sur les pratiques de rémunération et les dispositifs réglementaires qui les encadrent. Celle-ci se divise en trois parties :

1. La première se concentre sur l'évolution de la réglementation sur la question des rémunérations au niveau de l'Union européenne.
2. La seconde, plus empirique, consiste en une comparaison de l'encadrement des rémunérations de dirigeants mandataires sociaux et de la mise en place de ces recommandations, réalisée sur un panel de huit pays.
3. La dernière partie livre une réflexion approfondie sur l'évolution des réglementations et des pratiques en France.

“ Notre mission : fournir
une expertise au service de
l'actionariat responsable.

Nos constats

Si les principes philosophiques sont posés, les changements se font attendre et les pratiques demeurent inégales, tant au niveau national qu'international.

Cette étude montre comment le cadre réglementaire européen s'est progressivement développé et affermi.

- Développé, puisque l'Union européenne a progressivement augmenté le nombre des enjeux qu'elle souhaitait voir pris en compte.
- Affermi, puisqu'en passant de la recommandation à la directive, de la directive au règlement, le législateur européen a fait preuve de volontarisme dans la mise en place de ses plans d'action visant à améliorer la gouvernance d'entreprise et la compétitivité européenne.

Au niveau des États membres, ces développements continuent cependant d'être appliqués de manière hétérogène.

- On note une préférence nette pour les approches incitatives, au détriment de contraignantes.
- Si les exigences en termes de transparence se sont progressivement accrues, les recommandations sur l'alignement des rémunérations avec la performance sont parfois insuffisamment précises, et cet alignement n'est pas toujours constatable en pratique.
- Néanmoins, les pays européens ont su se doter de codes de gouvernance qui ont permis de réaliser nombre d'avancées significatives, avec notamment un net développement de la pratique du « Say on Pay ».

La France n'est pas en reste. Les rémunérations constituent depuis deux décennies un domaine autour duquel s'est développée une importante réglementation. Une évolution qui n'est pas allée sans un questionnement sur la place du législateur. En préférant une réforme de son code de gouvernance d'entreprise à un projet de loi contraignant, il semblerait que le gouvernement ait tranché en faveur d'une « autorégulation exigeante ». Si de nombreux points de cette réforme, à l'instar de la mise en place d'un vote « Say on Pay » consultatif, constituent en effet un progrès, cette étude montre que les mesures du nouveau code restent très insuffisantes quant à l'intégration des critères ESG (environnementaux, sociaux, gouvernance) dans l'attribution des rémunérations.

Nos recommandations

Au terme de cette étude, nous avons souhaité apporter notre pierre à l'édifice en formulant cinq recommandations, dans l'optique d'un modèle de performance entrepreneuriale axé sur la création de valeur à long terme pour toutes les parties prenantes.

Leurs implications sont détaillées à la fin de cette étude.

1. Repenser les systèmes de rémunération en adoptant une lecture de la gouvernance d'entreprise qui ne soit plus seulement « actionnariale ».
2. Aligner la structure des rémunérations avec la création de valeur à long terme.
3. Continuer à améliorer le niveau de transparence sur le niveau de réalisation des objectifs de performance.
4. Développer et systématiser les processus d'engagement.
5. Élargir la consultation des parties prenantes dans l'élaboration du code de gouvernance.

SOMMAIRE

11	Rémunérations des dirigeants dans l'Union européenne : vers un cadre réglementaire contraignant ?	31
111	Le législateur européen au cœur de la tourmente	31
112	Un premier traitement en termes de transparence et de compétitivité	31
113	Un changement de paradigme : l'intégration de nouveaux critères	31
114	Une démarche insuffisamment appliquée	34
115	La fermeté : une réponse aux faiblesses de l'autorégulation	34
116	Que conclure ?	35
21	Un regard comparé sur les rémunérations dans le monde	38
211	Les défis de l'hétérogénéité	38
21111	Huit pays aux pratiques différenciées	38
21112	Un double objet d'étude	38
212	Constat : l'encadrement des rémunérations demeure majoritairement soumis à l'autorégulation...	39
21211	Des approches majoritairement incitatives	39
21212	Une tendance croissante à l'instauration d'un « Say on Pay » obligatoire et consultatif	39
21213	Des recommandations peu contraignantes sur les structures de rémunération	39
21214	Un alignement de la part variable court terme aux exigences insuffisamment précises	39
21215	Un manque d'exigence quant aux critères en lien avec les plans d'incitation à long terme (LTIP)	40
21216	Un encadrement des indemnités de départ peu contraignant	40
21217	Des exigences fortes en termes de transparence et d'indépendance des comités de rémunération	40
21218	Une prise en compte émergente de la notion de création de valeur à long terme	40
213	... ce qui se traduit par des pratiques hétérogènes parfois en deçà des bonnes pratiques	41
21311	« Say on Pay » : l'imposition par voie légale, une solution qui fait ses preuves	41
21312	Structure des rémunérations : des pratiques encore très insatisfaisantes	41
21313	Des pratiques inégales concernant les indemnités de départ	41
21314	Des exigences plutôt remplies en termes de transparence et d'indépendance	41
214	Privilégier la précision dans les recommandations	41
31	Rémunérations des dirigeants mandataires sociaux en France	42
311	Un débat économique et social auquel la France n'échappe pas	42
31111	L'impact de scandales fortement médiatisés	42
31112	De la transparence à la performance : émergence d'un cadre législatif de plus en plus contraignant	42
31113	Débat de société sur la place du législateur	43
312	Une autorégulation structurée autour d'un cadre contraint d'évoluer	44
31211	Une première version axée sur la transparence et le rappel à la loi	44
31212	La crise économique et financière comme fer de lance de nouvelles recommandations	45
31213	Quelle portée à l'autorégulation ?	45
313	Révision du code Afep-Medef : un compromis raisonnable ?	46
31311	Un projet de loi ambitieux abandonné au profit d'une « autorégulation exigeante »	46
31312	Un « comply or explain » renforcé ?	46
31313	La mise en place d'un « Say on Pay » allégé	46
31314	L'extra-financier : grand absent d'une réforme...	47
31315	... qui vise plus à limiter les abus qu'à changer de modèle	47
31316	Dialogue social : que penser des recommandations ?	47
41	Conclusions	48
411	Faire évoluer le modèle de gouvernance	48
412	Aligner la structure des rémunérations avec la création de valeur à long terme	48
413	Continuer à améliorer le niveau de transparence	48
414	Développer et systématiser les processus d'engagement	48
415	Code de gouvernance	49
51111	États-Unis – Rémunération des exécutifs	50
51	Annexes	50
511	Fiches pays	50
51112	Suisse – Rémunération des exécutifs	52
51113	France – Rémunération des exécutifs	54
51114	Allemagne – Rémunération des exécutifs	56
51115	Italie – Rémunération des exécutifs	58
51116	Espagne – Rémunération des exécutifs	60
51117	Pays-Bas – Rémunération des exécutifs	62
51118	Royaume-Uni – Rémunération des exécutifs	64
512	Synthèse des cadres réglementaires (lois & codes de gouvernance)	66
513	Synthèse des pratiques	68
514	Principaux changements apportés au code Afep-Medef (juin 2013)	70
515	Principaux dispositifs législatifs français relatifs aux rémunérations	71
61	Bibliographie	72

1 Rémunérations des dirigeants dans l'Union européenne : vers un cadre réglementaire contraignant ?

111 Le législateur européen au cœur de la tourmente

Les « hautes rémunérations » sont aujourd'hui un enjeu social et politique au premier plan de l'agenda médiatique européen. La récente crise financière a secoué jusqu'aux fondements mêmes de l'Union européenne. Révélatrice de failles structurelles, telles que la faible mobilité du travail ou l'absence de mécanismes de solidarité permettant de compenser les chocs de compétitivité intrazone, cette crise est aujourd'hui aussi sociale – avec un taux de chômage des jeunes de 23,8 %³ dans l'Union européenne – et touche l'ensemble des États membres, tant dans leurs affaires intérieures que dans leurs relations multilatérales.

À l'origine de cette crise, un faisceau de facteurs qui mettent le monde de la finance et de l'entreprise au banc des accusés, avec toujours un même chef d'accusation : l'irresponsabilité d'une recherche effrénée de maximisation des profits à court terme. Plus que jamais, le législateur européen se trouve dans une situation délicate et se doit, afin d'assurer la pérennité de la construction européenne et de renforcer sa légitimité, de prendre les bonnes décisions, tant dans les mesures que dans ses approches. En effet, si la pression sociale est forte et extrêmement légitime, c'est avec la prudence qui va de concert avec une connaissance fine des réalités économiques qu'il doit agir. À toutes les échelles, une même question se pose : comment concilier les principes du pacte social avec l'exigence de compétitivité dictée par un environnement international extrêmement concurrentiel ?

Ce questionnement se retrouve à bien des égards au niveau des « hautes rémunérations », qu'elles soient celles de dirigeants, mandataires sociaux ou de preneurs de risque comme les traders. En effet, comment attirer et retenir les talents nécessaires à l'exercice de telles fonctions, sans décorrélérer leurs rémunérations de celles d'autres employés, jusqu'à atteindre des niveaux jugés indécents par des citoyens frappés par l'austérité ?

112 Un premier traitement en termes de transparence et de compétitivité

La question de l'encadrement des hautes rémunérations dans l'Union européenne n'a cependant pas attendu la crise financière de 2008 pour être traitée par Bruxelles. À bien y regarder, c'est un sujet déjà ancien dont les enjeux avaient été identifiés dès 2003. À l'époque, cependant, les premiers projets d'encadrement font suite au scandale financier d'Enron et visent essentiellement à « restaurer la confiance des investisseurs ». À ce titre, la question des rémunérations s'inscrit dans un cadre plus large, celui du plan européen « Modernisation du droit des sociétés et renforcement du gouvernement d'entreprise dans l'Union européenne – un plan pour avancer ».

Ce plan, extrêmement ambitieux, vise à doter l'Europe de meilleures pratiques de gouvernance, afin de renforcer l'intégration de son marché intérieur (l'UE s'ouvrira à dix pays supplémentaires en 2004), tout en lui garantissant un avantage compétitif important, renforçant ainsi l'attractivité de ses marchés. Soumis à la consultation publique, ce plan propose des mesures à court, moyen et long terme. Concernant le gouvernement d'entreprise, l'un de ses cinq piliers, il prône le renforcement du droit des actionnaires et la protection des salariés. Parmi les orientations à long terme, l'idée d'une « démocratie actionnariale » est même évoquée. À très court terme, ce plan confère à deux mesures une dimension « urgente » : d'abord, l'adoption d'une recommandation visant à renforcer le rôle des administrateurs extérieurs, puis celle sur la rémunération des dirigeants.

Le cadrage est alors largement axé sur l'accroissement du niveau de transparence dans la publication d'informations financières et l'uniformisation des pratiques de gouvernance des différents États membres. L'approche, qui se veut à la fois « souple » et « ferme », adopte la démarche « se conformer ou expliquer » (comply or explain). Celle-ci garantit une flexibilité importante aux États membres lors de la phase d'implémentation et se conforme à ce titre au principe de subsidiarité. Les deux recommandations, 2004/913/CE et 2005/162/CE, seront donc adoptées rapidement. La première, concernant la rémunération des administrateurs de sociétés cotées, contient déjà l'idée d'un vote « Say on Pay » consultatif ou contraignant sur la politique de rémunération. La seconde, sur le rôle des administrateurs non exécutifs et des membres du conseil de surveillance, donne des orientations générales quant à l'indépendance des administrateurs et cherche à renforcer leur rôle et leur pouvoir de contrôle dans l'élaboration des politiques de rémunération.

113 Un changement de paradigme : l'intégration de nouveaux critères

La crise financière de 2008 a été à la fois accélérateur et catalyseur des réflexions que portait le plan de 2003.

Accélérateur, puisqu'en avril 2009 seront publiées deux recommandations supplémentaires (2009/384/EC et 2009/385/EC) sur les rémunérations dans les établissements financiers et de crédit et dans les sociétés cotées. S'ensuivront des études d'impacts et deux livres verts, accompagnés de consultations publiques. Ces consultations aboutiront à un nouveau plan d'action 2013 soutenu par des déclarations fortes du Commissaire européen au marché intérieur en faveur du renforcement du pouvoir des actionnaires. Parallèlement et concomitantes à l'évolution des accords de Bâle, les directives CRD III et CRD IV sur les fonds propres des établissements de crédit comporteront des dispositions venant impacter fortement les rémunérations du secteur bancaire.

Catalyseur, puisqu'elle modifiera profondément le paradigme des rémunérations en cherchant à y intégrer les nouveaux éléments que sont la création de valeur à long terme, la performance, le niveau de risque, la « modération » et le contrôle.

3. Chiffre Eurostat pour 2012. Notons qu'en Grèce et en Espagne, ce taux s'élevait respectivement à 55,3 % et 53,2 % chez les 15-24 ans. Source : « La mesure du chômage des jeunes, un aperçu des principaux concepts ». Communiqué de presse 107/2013, 12 juillet 2013.

La notion d'alignement des rémunérations avec la performance de l'entreprise est intimement liée à celle de création de valeur à long terme. Ces deux notions posent la question sous-jacente de la définition que la politique de rémunération de l'entreprise donne à cette performance. En effet, ce même substantif peut revêtir des réalités bien différentes tant dans l'orientation que dans le mode de calcul qui lui est associé. Il peut en effet s'agir de création de valeur « actionnariale », souvent mesurée sur la base de l'évolution du cours boursier à court et moyen terme, radicalement différente d'une approche basée sur la création de valeur pour toutes les parties prenantes, dont les critères de mesures cherchent à intégrer l'impact social et environnemental de l'entreprise à plus long terme. Les recommandations 2009/384/EC et 2009/385/EC rappellent toutes deux dans leurs principes que les rémunérations des dirigeants doivent assurer la viabilité à long terme de l'entreprise. Ainsi, les rémunérations doivent être alignées sur un niveau de performance qui intègre des critères « prédéterminés et mesurables » de nature « financière et extra-financière ». La part variable sera ainsi versée sur la base d'une performance évaluée dans un cadre pluriannuel, et une part pourra être versée de manière différée. Par ailleurs, un système de « clawback » (possibilité pour le conseil d'administration ou de surveillance d'une entreprise d'exiger le remboursement partiel ou total des primes accordées en raison de performances reconnues sur la base de données qui, par la suite, se sont avérées manifestement erronées) est recommandé. Pour le secteur financier, ces recommandations sont approfondies avec CRD III et CRD IV, puisqu'on assiste à un véritable tournant législatif. À de simples recommandations succèdent des directives, dont les modalités doivent être transposées dans le droit des États membres. Elles s'appuient sur la recommandation 2009/384/CE et viennent en compléter certains aspects. CRD III indiquera notamment le pourcentage exact de la part variable de la rémunération devant être différée, ainsi qu'un pourcentage minimum d'éléments d'intéressement à long terme dont doivent être constituées les rémunérations variables. Au passage, il est rappelé que les rémunérations variables différées ne sont dues que si la stabilité financière de l'entreprise est conservée. Ces dispositions seront reprises par CRD IV, qui introduit cependant de nouvelles exigences en termes de « modération ».

Concernant l'intégration de la prise de risque dans les rémunérations, le sujet n'est pas directement mentionné dans 2009/385/EC. À l'inverse, concernant les établissements financiers, cette dimension est rappelée par 2009/384/EC et par CRD IV, qui intègre d'ailleurs des processus de contrôle prudentiel s'appliquant aux politiques de rémunération. Ainsi, les rémunérations ne doivent pas conduire à une prise de risque excessive, mais favoriser une gestion saine. Le calcul de leur montant (corrélé à la performance) doit être ajusté en fonction des prises de risque actuelle et future.

La question de la modération et du plafonnement des rémunérations est présente dans les trois dispositions. 2009/385/EC recommande de plafonner le montant de la rémunération variable, mais laisse ce plafond à la discrétion du comité de rémunération. 2009/384/EC recommande un « équilibre entre rémunération fixe et variable », ainsi qu'un plafonnement du variable. Encore une fois, la détermination du montant reste à la charge de l'entreprise. CRD IV, dans sa version amendée par le Parlement européen le 28 février 2013, va cependant beaucoup plus loin, puisqu'elle fixe le ratio « 1:1 », ce qui implique que le montant de la rémunération variable ne pourra excéder 100 % du fixe.

Enfin, en matière de contrôle des politiques de rémunération, la recommandation 2009/385/EC favorise un contrôle interne avec une « clarté accrue des déclarations sur les rémunérations » et un vote des actionnaires (consultatif ou contraignant). 2009/384/EC va plus loin et recommande la transparence interne des procédures fixant les rémunérations, l'élaboration conjointe (avec le service des ressources humaines par exemple) des politiques de rémunération et la divulgation de ces informations aux parties prenantes de l'entreprise. Ces recommandations, qui n'ont pas de force contraignante si ce n'est celle de l'approche « se conformer ou expliquer », sont dépassées par les mesures du paquet législatif CRD IV qui prévoit un contrôle prudentiel (par des autorités externes) des politiques de rémunération pouvant donner lieu à des sanctions. Celles-ci devront être conçues de manière à éviter les conflits d'intérêts, et seront revues sur une base régulière par l'organe de direction et le comité de rémunération.

Figure 2 : Évolution des réglementations européennes sur les rémunérations dans les sociétés cotées

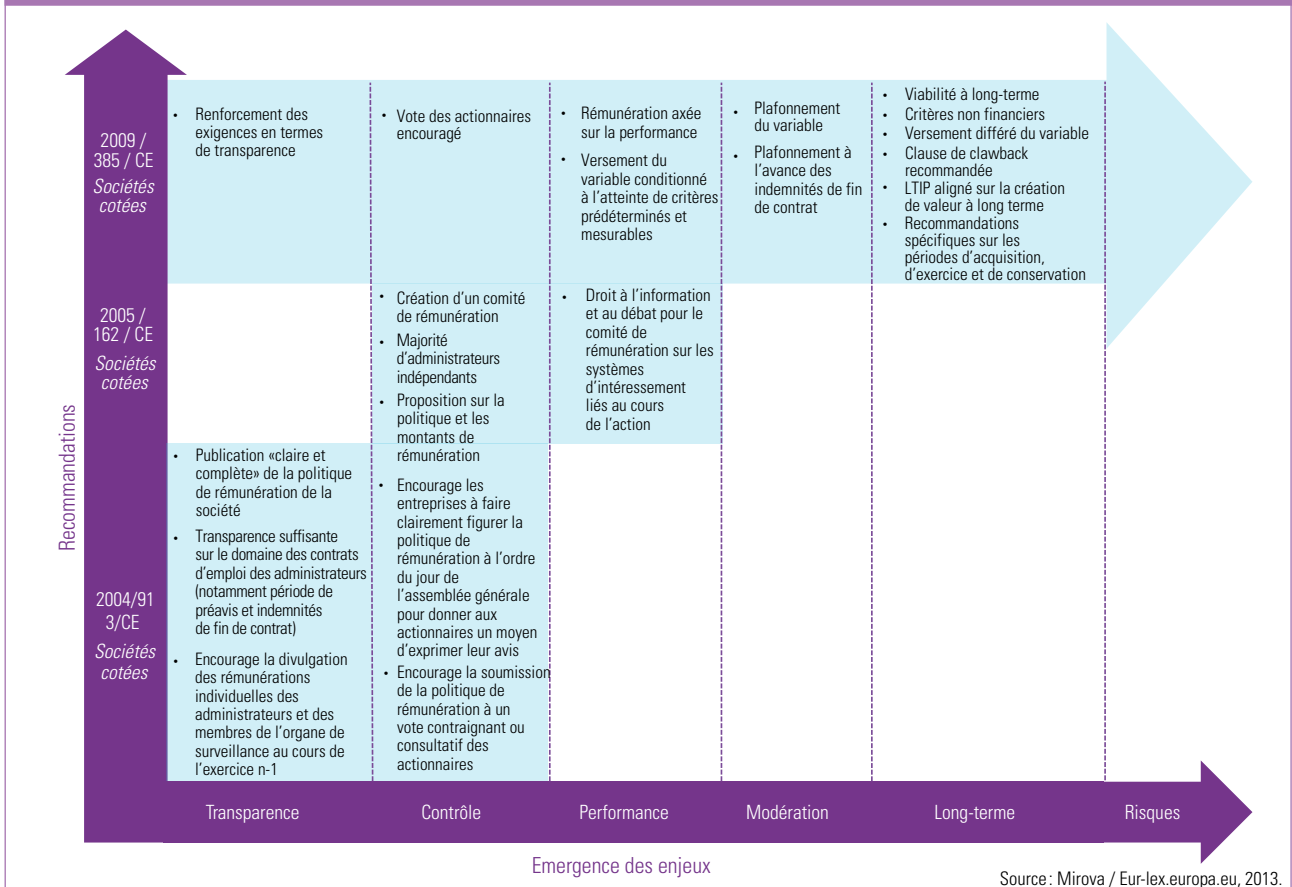
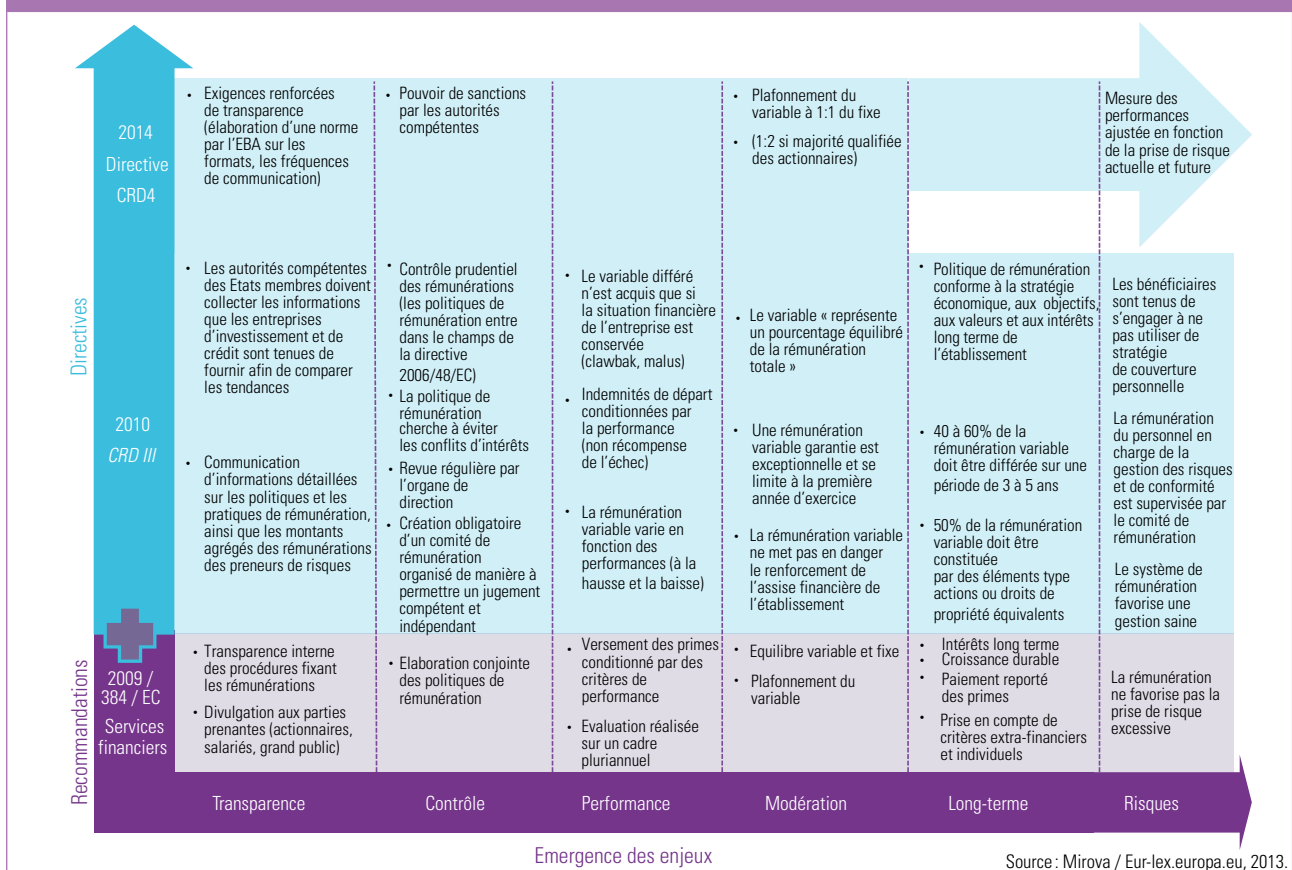


Figure 3 : Évolution des réglementations européennes sur les rémunérations dans les secteurs bancaire et financier



114 Une démarche insuffisamment appliquée

Les études d'impact des deux recommandations de 2009 ont montré que ces dernières étaient imparfaitement mises en œuvre par les États membres. Si l'alignement des rémunérations avec les performances de l'entreprise et la viabilité à long terme commencent à être exigés, soit par voie législative, soit au moyen de codes de gouvernance, il subsiste de grandes disparités et de nombreux retards en ce qui concerne des aspects plus précis, comme l'application d'un système de « clawback » ou la mise en place de délais avant l'acquisition définitive d'actions. La recommandation 2009/384/CE sur les rémunérations dans le secteur financier semble être plus suivie que celle sur les sociétés cotées. Néanmoins, il existe d'importantes différences de contenu et de degré de précision entre les dispositions nationales relatives à la structure de la politique de rémunération et le niveau d'information devant être divulgué pour se conformer à la recommandation.

Ce manque de suivi des recommandations fait écho à la frilosité législative qui s'est manifestée à plusieurs reprises lors des consultations publiques menées par l'Union européenne, notamment, en 2010, dans le cadre de la publication du livre vert sur « Le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération » et en 2011, avec la publication du livre vert consacré au « Cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'Union européenne ». Par deux fois, on note une position ambiguë des acteurs consultés (institutions publiques, entreprises, société civile). En effet, si beaucoup expriment des attentes allant dans le sens d'une plus grande transparence et d'une meilleure prise en compte de la performance à long terme dans les politiques de rémunération, la majorité des répondants est contre la mise en place de mesures législatives contraignantes et souhaite continuer à se reposer sur les législations nationales existantes. Beaucoup craignent en effet qu'une législation trop contraignante sur les rémunérations ait des effets négatifs sur la compétitivité des États membres et de l'Union européenne en général. Cependant, il convient de remarquer que les réponses aux consultations publiques lancées par l'Union européenne ne reflètent pas « l'opinion publique », mais expriment bien plus l'avis d'institutions ayant déjà une expertise et des intérêts particuliers et bien définis dans ces questions.

115 La fermeté: une réponse aux faiblesses de l'autorégulation

Les évolutions récentes du cadre législatif sur les rémunérations tendent à montrer que le législateur européen a fait le choix de la fermeté quant à l'application de ces recommandations. Cependant, il n'agit pas seul puisqu'il s'appuie aussi sur les déclarations du Conseil de stabilité financière (organe du G-20) et que la partie la plus contraignante de son action législative (la directive CRD IV) découle en droite ligne des accords de Bâle III, conçus par la Banque des règlements internationaux (BRI).

Quels sont les changements à venir? Il s'agit tout d'abord d'une probable révision de la directive sur le droit des actionnaires (venant donc modifier et compléter l'actuelle directive 2007/36/CE), pour laquelle une première proposition législative est attendue après la fin de l'été 2013⁴. Dans le cadre du nouveau plan d'action de l'Union européenne: « Droit européen des sociétés et gouvernance d'entreprise – un cadre juridique moderne pour une plus grande implication des actionnaires et une meilleure viabilité des entreprises », la transparence doit être renforcée et des mesures doivent être mises en place pour que – selon les mots de Michel Barnier le 16 mai 2013 – « les actionnaires puissent non seulement obtenir des droits supplémentaires, mais aussi assumer pleinement leurs responsabilités pour que les entreprises restent compétitives à long terme ». Parmi les thèmes que la proposition de directive pourrait aborder, on note :

1. L'obligation pour les investisseurs institutionnels de publier leurs politiques de vote et d'engagement, ainsi que l'enregistrement de leurs votes.
2. L'amélioration de la transparence sur les politiques de rémunération et les rémunérations individuelles des directeurs, ainsi que la mise en place d'un droit de vote contraignant des actionnaires sur la politique de rémunération. Une disposition que Michel Barnier avait déjà soutenue haut et fort en 2012 et à laquelle il réitère son soutien en 2013. S'il évoque la possibilité d'un ratio raisonnable entre la part fixe et la part variable de la rémunération, il reste cependant silencieux sur la mise en place d'un vote des actionnaires sur un écart maximum entre les plus hautes et les plus basses rémunérations au sein d'un même groupe, une mesure qu'il avait citée à titre d'exemple en janvier et en mai 2012.
3. L'extension du droit de regard des actionnaires sur les transactions avec les parties liées.
4. La création de règles opérationnelles appropriées pour les conseillers en vote (proxy). Sur ce dernier point, la consultation réalisée par l'ESMA a réorienté la Commission vers des mesures non contraignantes, puisqu'aucune preuve de dysfonctionnement du marché n'a pu être établie⁵. Le secteur est cependant encouragé à développer un code de bonne conduite visant à mieux prévenir les conflits d'intérêt tout en augmentant la transparence de manière significative.

Parallèlement, la directive CRD IV impacte de manière très importante la rémunération variable des plus hauts revenus du secteur bancaire ainsi que le montre la fiche ci-après.

4. Ainsi qu'affirmé par Michel Barnier en mai 2013, lors de la 12e conférence européenne sur le gouvernement d'entreprise (European Corporate Governance & Company Law conference).

5. Voir "ESMA recommends EU Code of Conduct for Proxy Advisor Industry". <http://www.esma.europa.eu/news/ESMA-recommends-EU-Code-Conduct-proxy-advisor-industry>

116 Que conclure ?

Tout d'abord, hormis pour le secteur bancaire, la directive sur le droit des actionnaires n'est pas étonnante. En effet, elle s'inscrit parfaitement dans la démarche incitative – à la fois souple et ferme – prônée par l'Union européenne dès 2003. On note qu'elle ne légifère pas sur la structure des rémunérations et leurs critères d'attribution et de fixation, mais oblige à plus de transparence en renforçant le contrôle des actionnaires. On remarque la cohérence de l'Union européenne dans ses réformes, puisqu'elle s'oriente vers le renforcement d'une « démocratie actionnariale », rejoignant ainsi les objectifs « à long terme » de son plan d'action de 2003.

Cette cohérence en elle-même peut cependant constituer un point faible. On peut aujourd'hui légitimement se poser la question de la pertinence du concept de démocratie actionnariale, alors même que la durée moyenne de la détention d'une action a fortement diminué. La Banque de France, dans une étude publiée en 2000⁶, montrait que la durée de détention moyenne d'un titre sur le marché des actions françaises cotées était de huit mois, contre sept ans dans les années 1960.

Ce faisant, elle rappelait les différences de stratégie selon les acteurs : deux ans et dix mois pour les ménages, neuf ans et dix mois pour les sociétés, un an et un mois pour les OPCVM, et quatre mois pour les non-résidents, clients des dépositaires français. Aujourd'hui, certains commentateurs s'inquiètent des effets délétères du trading haute fréquence (THF), qui aurait abaissé la durée de détention moyenne d'une action sur le marché américain à 22 secondes⁷. Ce chiffre est néanmoins sujet à controverse et pourrait être nettement plus élevé (autour de sept mois).

N'est-il pas illusoire de demander à des actionnaires qu'ils défendent l'intérêt à long terme de l'entreprise dans l'exercice de leur vote, alors même que leur durée moyenne de détention des actions est inférieure à un an ? Il conviendrait alors de remettre en question le principe du « une action, un droit de vote », afin de garantir un contrôle effectif par un actionariat de long terme.

6. Voir Grandjean, Hervé, 2000, « La détention des actions françaises cotées ».

7. Chiffre repris dans différents articles francophones et anglophones, néanmoins sujet à controverse. Voir : <http://www.businessinsider.com/no-the-average-stock-holding-period-is-not-11-seconds-2010-10>

Union européenne – Rémunération des exécutifs et preneurs de risques (secteur bancaire)

Cadre réglementaire	
Directives sur les exigences de fonds propres (CRD). CRDIII (2010) – (Directive 2010/76/UE). CRDIV (2013) – (Directive 2013/36/UE + règlement CRR n° 575/2013).	
Vote « Say on Pay »	
Existant :	Non (mais envisagé dans le cadre d'une disposition législative future, après des consultations publiques).
Structure de la rémunération	
Benchmark :	-
<i>Fixe</i>	Non. Le niveau du salaire fixe doit cependant être assez élevé pour garantir une liberté vis-à-vis de l'attribution d'un variable (art 93 f).
Plafond :	
<i>Variable (court et long terme)</i>	
Limitation par rapport au fixe :	100 % (200 % si vote de 75 % des actionnaires).
Différé :	Oui (de 40 à 60 % selon les montants). Report de 3 à 5 ans et paiement effectif selon les cycles économiques propres à l'établissement.
Cash ou titres ?	Au moins 50 % d'actions ou de droits de propriétés et/ou d'instruments équivalents.
Lien à la performance :	Oui. Évaluation dans un cadre pluriannuel + prise en compte des risques actuels et futurs. Le variable n'est effectivement payé que si la situation financière de l'établissement le permet.
Critères :	Individuels et groupe. Financiers et non financiers.
Clawback :	Oui (art. 94, n).
Périodes (évaluation, acquisition, conservation) :	Politique de rétention « appropriée » pour la part du variable constituée d'actions ou autres droits de propriété.
Décote :	-
Couverture :	Interdite (art 94, p).
Conditions de présence :	-
Pratique discrétionnaire :	-
Conservation si départ :	-
Indemnités de départ	
Limitation :	Attribution conditionnée à la performance. Pas de récompense de l'échec.
Performance :	-
Cumul avec retraite :	-
Contrôle et décision	
Fréquence de la révision de la politique de rémunération :	Revue régulière par l'organe de direction. Évaluation annuelle de sa mise en œuvre.
Composition du comité de rémunération	Indépendant, composé de membres non exécutifs de l'organe de direction.
Sanctions	« Efficaces, dissuasives et proportionnées » imposées par autorités prudentielles.
Transparence	
<ul style="list-style-type: none"> Publication mise à jour régulièrement, au moins annuellement, des politiques et pratiques de rémunération des catégories de personnel dont les pratiques ont une incidence significative sur le profil de risque de l'entreprise. De manière générale, le paquet législatif CRD IV accroît les exigences de transparence. 	

L'essentiel

Contexte. Le paquet législatif CRD IV, composé d'une directive et d'un règlement, s'établit dans le prolongement du précédent (CRD III). Ces directives sur les exigences en fonds propres des établissements bancaires, sont une application des accords de Bâle et constituent une réponse à la crise financière qui continue de secouer l'Europe.

Principes. Les politiques de rémunération doivent être conçues de manière à favoriser une gestion du risque saine et effective, qui n'encourage pas une prise de risque excessive pour l'établissement. Celle-ci doit être conforme à la stratégie économique, aux objectifs, aux valeurs et aux intérêts à long terme de l'établissement, tout en intégrant des mesures qui évitent les conflits d'intérêts.

Impact sur les rémunérations

Ces directives ont un impact direct sur les politiques de rémunération dans le secteur financier. En effet, la reconstitution des fonds propres conditionne la distribution de bénéfices et de rémunérations variables. La Commission souligne que certaines politiques de rémunération mal conçues sont préjudiciables à la santé financière de l'entreprise et incitent à une prise de risque excessive. Cette directive encadre de manière stricte la distribution de rémunération variable, tant dans sa structure que dans les critères qui la conditionnent.

- Elle oblige à indexer la partie variable sur les intérêts long terme de l'entreprise, en tenant compte de ses cycles économiques.
- Le variable ne peut représenter plus de 100 % du fixe (200 % en cas d'approbation par plus de 75 % des actionnaires).
- La mesure de la performance conditionnant la part variable doit être réalisée sur une base pluriannuelle. De plus, le paiement de 40 % (voire 60 % dans le cas de montants importants) doit systématiquement être différé pendant une période de trois à cinq ans. Enfin, 50 % minimum de cette part variable doivent être composés de titres ou de droits de propriétés équivalents.
- NB. Ces mesures impactent profondément la structure du variable dans le secteur bancaire et suppriment de fait la distinction entre LTIP et bonus. La rémunération variable doit être intégralement orientée vers le long terme.

Champ d'application

Ce paquet législatif s'appliquera de manière contraignante aux établissements de crédit et aux établissements financiers des États membres de l'Union européenne. Le champ des exceptions est défini à l'art 2. Notons que les dispositions sur les rémunérations s'appliqueront aussi « pour les établissements au niveau du groupe, de l'entreprise mère et des filiales, y compris celles qui sont établies dans des centres financiers extraterritoriaux » (art 92). Les catégories de personnel concernées seront précisées par un règlement d'application de l'ABE. Une proposition a été faite par l'ABE le 21 mai 2013.

Entrée en vigueur

Rédigée en 2011, la proposition CRD IV a fait l'objet de nombreux débats et consultations. Le paquet législatif a finalement été adopté le 16 avril 2013 après un vote par le Parlement européen. Publié au Journal officiel le 27 juin 2013, le paquet législatif entrera en vigueur 1er janvier 2014 et impactera les bonus versés en 2015 au titre de 2014.

Bonnes pratiques

Lorsque les établissements financiers font l'objet d'une intervention publique, les critères encadrant la distribution d'une rémunération variable sont encore plus stricts.

Sources

- Commission européenne, nouvelles propositions sur les exigences de fonds propres.
http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_fr.htm
- Fédération bancaire française, la directive CRD IV et le règlement CRR. Fiche pratique.
<http://www.fbf.fr/fr/contexte-reglementaire-et-juridique/cadre-juridique/la-directive-crd4-et-le-reglement-crr>
- Commission européenne, doc. de travail SEC (2011) 952 & 953 final. Directive CRD III 2010/76/UE.
- Union européenne, directive 2013/36/UE et règlement n° 575/2013 publiés le 27 juin 2013 au Journal officiel de l'Union européenne.
- Consultation de l'Autorité bancaire européenne sur les critères techniques définissant les preneurs de risques
<http://www.eba.europa.eu/News-Communications/Year/2013/EBA-consults-on-draft-Technical-Standards-for-the-.aspx>

2 | Un regard comparé sur les rémunérations dans le monde

L'initiative réglementaire ne vient cependant pas systématiquement du régulateur européen. Conformément au principe de subsidiarité, celui-ci peut s'appuyer sur la grande diversité des initiatives, tant du côté des gouvernements des États membres que de celui des entreprises.

C'est pourquoi, dans cette seconde partie, nous nous pencherons plus en détail sur les cadres réglementaires de sept pays d'Europe et des États-Unis. Nous chercherons à comparer ces réglementations aux pratiques effectives des entreprises, en cherchant à dresser un bilan synthétique des enjeux et débats actuels autour de la question des rémunérations.

211 Les défis de l'hétérogénéité

21111 Huit pays aux pratiques différenciées

Après avoir cherché à comprendre les logiques inhérentes aux évolutions réglementaires concernant les rémunérations dans l'Union européenne, nous avons voulu étudier plus en détail l'hétérogénéité des applications, relevée par la Commission européenne⁸. Notre choix pour l'Europe s'est naturellement porté sur les cinq premières puissances économiques de l'Union européenne, à savoir l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, l'Espagne et l'Italie. Elles présentent des profils différents en termes de gouvernance, qui sont aujourd'hui en pleine évolution suite à la crise financière et économique de 2008. Par ailleurs, nous avons fait le choix d'enrichir ce panel de deux cas particuliers : tout d'abord, la Suisse, au cœur des débats d'actualité, puisque le récent succès de l'initiative populaire de Thomas Minder « contre les rémunérations abusives », qui a connu un fort écho dans l'opinion publique européenne, va y modifier profondément les pratiques de rémunération des entreprises. Ensuite, les Pays-Bas, dans la mesure où ce pays a instauré le vote « Say on Pay » très tôt (2004)⁹ et qu'il est l'un des rares pays où ce vote a une nature contraignante, rejoignant ainsi le groupe des pays nordiques (Suède, Norvège et Danemark). Enfin, afin de compléter le panel, nous avons choisi d'intégrer les États-Unis : première puissance mondiale en termes de richesse, ils constituent un sujet d'étude extrêmement intéressant, dans la mesure où leur modèle de gouvernement d'entreprise jouit d'un important « soft power ».

Cette analyse comparative sera par ailleurs l'occasion de s'interroger sur les possibles rapprochements et typologies pouvant être établis entre ces différents pays. Y a-t-il un modèle « méditerranéen » des systèmes de rémunérations, propre à l'Italie et l'Espagne ? Peut-on parler d'un modèle « rhénan » entre la France et l'Allemagne ? Est-il juste de parler de « gouvernance à l'anglo-saxonne » en rapprochant le Royaume-Uni des États-Unis ? C'est à ces questions que nous tenterons d'apporter des éléments de réponse.

8. Voir Partie 1 : « Une démarche insuffisamment appliquée ».

9. Il convient cependant de mitiger la portée de ce propos dans la mesure où la fréquence du vote « Say on Pay » est limitée aux cas de changement de la politique de rémunération, ce qui, dans la pratique, arrive rarement.

21112 Un double objet d'étude

Notre objet d'étude est double, à savoir :

1. Le cadre réglementaire, pris au sens large, c'est-à-dire à la fois les recommandations sur les rémunérations des codes de gouvernance de chaque pays étudiés, ainsi que les dispositions législatives impactant les rémunérations, tant dans leur structure que dans leur niveau de transparence.
2. Les pratiques « effectives » des entreprises, c'est-à-dire l'observation (ou non) de ces recommandations par les entreprises.

Pour ce faire, nous avons réalisé pour chacun de ces pays une fiche synthétique présentant dans une première partie le cadre réglementaire (loi(s) et code(s) de gouvernance) sur les cinq enjeux que sont :

1. L'existence d'un vote « Say on Pay ».
2. La structure des rémunérations (fixe, variable court terme, LTIP).
3. Le contrôle des indemnités de départ.
4. Les mécanismes de contrôle et de définition de la politique de rémunération.
5. Les dispositions relatives à la transparence des rémunérations.

Il convient de noter à ce titre que l'approche adoptée étant celle d'une comparaison de structures fortement hétérogènes, il nous a parfois été nécessaire de réduire la complexité des cadres particuliers. De plus, certains pays présentent des codes de gouvernance spécifiques à certains secteurs, tels que le secteur des assurances ou celui de la finance. Pour faciliter l'analyse, nous n'avons pas pris ces dispositions en compte. Nous pensons néanmoins que cette démarche se justifie par la possibilité qu'elle offre d'identifier des « tendances » riches d'enseignements.

Une seconde partie est consacrée aux pratiques et aux enjeux structurant le débat sur les rémunérations dans les pays concernés. Elle se divise en quatre points :

1. Un paragraphe introductif présentant le contexte, les principes et les enjeux d'actualité autour des rémunérations dans chaque pays.
2. Une liste des pratiques constatées par pays, recoupant à la fois des sources secondaires et une comparaison des pratiques menée en interne sur cinq entreprises Large Cap (capitalisation boursière au delà de 10 milliards USD).
3. Un résumé des tendances identifiées lors de la campagne de vote 2013 de Natixis AM, en fonction de chacun des pays concernés.
4. La mise en exergue de bonnes pratiques et/ou de dispositions spécifiques présentant un intérêt particulier.

Par précaution, la double hétérogénéité, à la fois celle des sources et celle, encore plus grande, des pratiques de chaque entreprise, est à prendre en compte dans la lecture de nos conclusions. Ces difficultés méthodologiques demeurent toutefois intéressantes, puisqu'elles révèlent à quel point l'amélioration de la comparabilité des pratiques de rémunération constitue un enjeu majeur qu'il conviendrait de prendre en compte dans la définition des « bonnes pratiques ».

212 Constat : l'encadrement des rémunérations demeure majoritairement soumis à l'auto-régulation...

21211 Des approches majoritairement incitatives

Presque tous les pays étudiés, à l'exception des États-Unis, sont dotés d'un code de gouvernance qui fait autorité en matière de définition des bonnes pratiques. Parmi ceux-ci, seules la France et l'Allemagne donnent une base législative à ce code, obligeant ainsi les entreprises à mettre en œuvre l'approche « se conformer ou expliquer » (« comply or explain »). Néanmoins, l'ensemble des pays dispose de lois qui viennent encadrer certains aspects particuliers de la gouvernance d'entreprise.

21212 Une tendance croissante à l'instauration d'un « Say on Pay » obligatoire et consultatif

Dans quatre pays (États-Unis, Espagne, Pays-Bas et Royaume-Uni), la tenue d'un vote « Say on Pay » est une obligation légale. L'Italie constitue un cas particulier, car l'organisation d'un vote « Say on Pay » relève de l'obligation légale pour le secteur financier et du code de gouvernance pour le reste des sociétés cotées. En Allemagne et en Suisse, ce vote se tient de manière volontaire (il est conseillé par le code de gouvernance), mais devrait bientôt relever d'une obligation légale. Enfin, la France, qui vient tout juste de se doter d'un tel vote, le recommande dans la nouvelle version de son code de gouvernance, mais ne l'impose pas par voie législative.

Il n'a, dans la majorité des cas, qu'une nature consultative, à l'exception de celui pratiqué aux Pays-Bas. Cependant, il semblerait qu'une tendance se dessine vers la mise en place de votes contraignants, ainsi que le montrent les cas du Royaume-Uni, de la Suisse, et peut-être bientôt de l'Allemagne. Il subsiste cependant une importante hétérogénéité dans les modalités pratiques de ces votes, tant dans leur fréquence que dans leur objet (rapport de rémunération, politiques de rémunération, rémunérations individuelles, etc.). Les pays se prononçant sur le rapport de rémunération par un vote ex-post sont les États-Unis, la Suisse, la France et le Royaume-Uni. Ceux qui se prononcent sur le système et la politique de rémunération sont l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne et les Pays-Bas. Notons que le Royaume-Uni prévoit de mettre en place un deuxième vote (système mixte) sur la politique de rémunération. Les États-Unis et l'Espagne limitent ce vote aux sociétés non contrôlées, alors que l'Italie l'impose à toutes les sociétés. Les autres pays appliquent ce dispositif aux sociétés cotées.

21213 Des recommandations peu contraignantes sur les structures de rémunération

La plupart des recommandations sur les rémunérations mentionnent de manière plus ou moins claire l'utilisation d'une méthode de benchmark pour fixer leurs montants. Seuls les pays anglo-saxons n'ont pas de recommandations précises à ce sujet. Cette pratique est cependant courante sur ces marchés.

Plusieurs codes, comme ceux de la France, de l'Italie, de l'Espagne et des Pays-Bas prennent leur distance avec l'utilisation exclusive de cette méthode, rappelant que la norme du marché n'est pas la seule, et que les rémunérations doivent aussi refléter les performances réelles de l'entreprise. Le code espagnol va jusqu'à déconseiller cette méthode, au motif qu'elle induit un biais haussier pour la fixation des rémunérations. Néanmoins, la méthode du benchmark est citée dans ce même code lors des recommandations sur les rémunérations variables. Aux Pays-Bas, la composition du groupe de pairs à la base du benchmark doit être rendue publique.

Concernant le plafonnement des rémunérations, aucune recommandation ne va en ce sens, hormis celle de l'Allemagne qui recommande un plafonnement de la rémunération totale et de ses composantes individuelles, laissé à la discrétion du conseil de surveillance et qui doit être conforme aux spécificités de l'entreprise. En France, un plafonnement de la part variable court terme (comme pourcentage du fixe) est cependant recommandé. Rappelons d'ailleurs que la France a plafonné par décret la rémunération des dirigeants de sociétés majoritairement détenues par l'État à 450 000 euros par an. Les Pays-Bas se contentent, quant à eux, de recommander un « rapport approprié entre le fixe et le variable ».

21214 Un alignement de la part variable court terme aux exigences insuffisamment précises

En ce qui concerne la part variable « court terme » des rémunérations, peu de recommandations sont faites quant à sa composition (cash ou titres), laissée le plus souvent à l'appréciation du conseil d'administration ou de surveillance, sur proposition du comité de rémunération. Seuls la Suisse et le Royaume-Uni émettent une recommandation spécifique incitant à rémunérer les dirigeants avec des actions et d'autres instruments liés à des droits de propriété.

Concernant l'alignement avec la performance, celui-ci est systématiquement recommandé, mais ces recommandations laissent libre cours à des interprétations extrêmement différentes. Les recommandations restent vagues quant à la nature des critères de performance. Lorsqu'elle est spécifiée, l'orientation reste très financière et axée sur la création de valeur boursière à court/moyen terme, au détriment de critères extra-financiers orientés vers la création de valeur durable. Seuls l'Allemagne et les Pays-Bas recommandent une période d'évaluation pluriannuelle. La France, quant à elle, a récemment introduit la notion d'une rémunération « variable pluriannuelle » qui peut être cumulée avec le va-

riable annuel. Trois pays, la Suisse, l'Italie et le Royaume-Uni émettent des recommandations sur le report du versement des bonus (différés).

Si la transparence des critères est le plus souvent conseillée, on note un manque important de recommandations concernant la divulgation du poids respectif des critères, des barèmes d'attribution et des objectifs. Tous les pays, à l'exception des États-Unis et du Royaume-Uni, recommandent expressément la prise en compte de critères financiers. Les Pays-Bas et l'Italie sont les seuls à accorder une place aux critères extra-financiers. La France préconise cependant la prise en compte de critères « qualitatifs ». En France, en Italie, en Espagne et aux Pays-Bas, il est stipulé que les critères employés doivent être préétablis et/ou mesurables. Tous les pays, exception faite de l'Espagne et de l'Italie, requièrent ou conseillent la transparence sur les critères.

Enfin, peu de codes, à l'exception de celui des Pays-Bas, recommandent la mise en place d'une clause de clawback. Cette mesure, prévue dans la loi Dodd-Frank aux États-Unis, n'a toujours pas fait l'objet d'une règle émise par la SEC.

21215 Un manque d'exigence quant aux critères en lien avec les plans d'incitation à long terme (LTIP)

La plupart des codes, à l'exception de ceux de l'Allemagne et de la France, ne se prononcent pas sur un plafonnement des LTIP. Concernant le plafonnement du montant potentiellement attribué aux mandataires sociaux, il n'est recommandé qu'en Suisse et en France. Rares sont les recommandations concernant l'emploi d'instruments particuliers de rémunération de préférence à d'autres. On n'en trouve qu'en Suisse et en Italie.

Si l'alignement avec la performance est conseillé dans tous les pays, les recommandations vis-à-vis du niveau de transparence attendu sur les critères manquent de précision. La Suisse, l'Allemagne, les Pays-Bas et le Royaume-Uni recommandent cependant que ces plans soient, de manière générale, orientés vers le long terme. La France et le Royaume-Uni préconisent, de manière plus précise, une évaluation sur une base pluriannuelle. Cette dimension long terme se retrouve dans des recommandations concernant des périodes d'acquisition et de conservation de plus de deux ans. C'est le cas en France, en Italie et aux Pays-Bas. La plupart du temps, aucune recommandation n'est faite concernant les pratiques discrétionnaires, comme les décotes et la modification ex-post des plans de stock-options. Seuls la France et les Pays-Bas désapprouvent clairement les décotes. Par ailleurs, la France demande à ce que les bénéficiaires s'engagent à ne souscrire à aucun mécanisme de couverture sur les titres acquis par des levées d'options ou des acquisitions d'actions gratuites. Aux États-Unis, Dodd-Frank prévoyait que ce genre de couverture soit interdit, mais la SEC n'a toujours pas publié le décret d'application.

21216 Un encadrement des indemnités de départ peu contraignant

Les indemnités de départ sont globalement peu encadrées. Seules la France et l'Allemagne les limitent explicitement à des cas de départ contraint suite à un changement de contrôle ou de stratégie. L'initiative suisse Minder, dont les dispositions s'appliqueront bientôt par voie légale, prévoit quant à elle d'interdire totalement les indemnités de départ. Les exigences d'alignement sur la performance de l'entreprise restent vagues (sauf en France), les codes de bonne pratique se satisfaisant de préciser dans trois cas que celles-ci ne doivent pas « récompenser l'échec », à l'instar de l'Italie, des Pays-Bas et du Royaume-Uni. Il n'est par ailleurs conseillé de les plafonner que dans cinq cas sur huit, à savoir en France, en Allemagne, en Italie, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Cette mesure est à venir en Espagne. Notons que ces indemnités sont cependant soumises au vote des actionnaires dans 75 % des cas, que ce soit dans une résolution séparée ou intégrées dans le vote sur le rapport de rémunération, les exceptions étant la Suisse (où elles seront interdites) et l'Allemagne.

21217 Des exigences fortes en termes de transparence et d'indépendance des comités de rémunération

On peut affirmer que, globalement, le niveau de transparence sur les rémunérations requis par les codes de bonnes pratiques et/ou certaines dispositions législatives est très élevé et tend à augmenter au fur et à mesure des années. Les codes français, allemand et espagnol proposent d'ailleurs des présentations standardisées pour les rémunérations, afin d'en augmenter la comparabilité entre les différentes entreprises. Aux États-Unis, un règlement de la SEC fixe les normes de présentation. Notons que, par ailleurs, les exigences en termes d'indépendance des comités de rémunération sont fortes, avec souvent un taux requis d'indépendance de plus de 50 % du conseil, à l'exception de l'Allemagne et des Pays-Bas.

21218 Une prise en compte émergente de la notion de création de valeur à long terme

Si la philosophie dominante des systèmes de rémunération reste « d'attirer et de fidéliser les talents » en proposant des niveaux de rémunération attractifs, on constate l'émergence de la notion de performance à long terme pour l'entreprise, qui transparaît dans les codes de bonnes pratiques suisse, allemand, français, hollandais et britannique. Aucune, cependant, ne stipule clairement que le versement de cette rémunération doit être conditionné à la santé financière de l'entreprise, a contrario des dispositions de la directive CRD IV. L'Allemagne s'en rapproche en insistant sur la notion de développement durable de l'entreprise et d'une rémunération qui doit prendre en compte « ses perspectives d'avenir » et ne pas conduire à « une prise de risque excessive ».

213 ... ce qui se traduit par des pratiques hétérogènes parfois en deçà des bonnes pratiques

21311 « Say on Pay » : l'imposition par voie légale, une solution qui fait ses preuves

Le « Say on Pay », vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants, est une pratique qui a le vent en poupe. S'il est difficile de départager les opposants et les partisans d'un « Say on Pay » « consultatif » ou « contraignant », il semble que la tendance quant à ses modalités de mise en place soit celle de l'imposition par voie légale. En effet, lorsqu'il relève d'une pratique volontaire dont la mise en place est laissée à la discrétion des entreprises, le nombre de votes « Say on Pay » organisés par les entreprises tend à décroître progressivement, comme on le constate en Allemagne de 2010 à 2013.

21312 Structure des rémunérations: des pratiques encore très insatisfaisantes

De manière générale, l'équilibre entre les éléments de rémunération reste peu répandu, voire très rare, comme aux États-Unis. Il en va de même pour l'alignement général des rémunérations avec la performance, qui est loin d'être systématique pour tous les pays. Les Pays-Bas semblent cependant se distinguer du reste du panel. Rappelons aussi que leur vote « Say on Pay », organisé lorsque des changements interviennent dans la politique de vote, est contraignant. Si la coïncidence mérite d'être relevée, nous ne pouvons – sur la base de notre étude – établir de lien de causalité entre ces deux variables.

Concernant les rémunérations variables, le point positif est un niveau de transparence sur les critères satisfaisants dans quatre cas sur huit. Cependant, la transparence sur les barèmes et les objectifs est loin d'atteindre ce niveau et l'intégration de critères extra-financiers reste encore un point à améliorer. Notons que la pratique du clawback atteint un niveau acceptable dans quatre pays sur huit: en Italie, Espagne, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni.

Au niveau des plans d'incitation à long terme, des tendances similaires se dessinent au niveau de la transparence sur les critères. Néanmoins, le niveau des pratiques concernant la transparence sur les barèmes et les objectifs ainsi que l'intégration de critères extra-financiers, se révèlent à nouveau décevants. Notons par ailleurs l'existence quasi-générale de pouvoirs discrétionnaires pour les conseils d'administration, avec de nombreux cas d'attribution de bonus exceptionnels.

21313 Des pratiques inégales concernant les indemnités de départ

L'établissement de tendances claires quant à l'attribution d'indemnités de départ est extrêmement difficile sur la base de notre étude. Celles-ci ne sont pas toujours limitées à un cas de départ contraint et peuvent aussi être distribuées sur la base d'une démission suite à un changement de contrôle ou de stratégie. Toutefois, dans trois cas sur les six mesurables (France, Allemagne et Royaume-Uni), elles sont plafonnées et conditionnées à la performance de l'entreprise.

21314 Des exigences plutôt remplies en termes de transparence et d'indépendance

Concernant la transparence générale sur les montants des rémunérations, on note une grande hétérogénéité des pratiques au sein et entre les pays. Cette transparence est globalement bonne en France, en Allemagne, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Elle est moyenne aux États-Unis, en Suisse, en Italie et en Espagne. Quant à l'indépendance des comités de rémunération, elle se révèle plutôt satisfaisante aux États-Unis, en France et au Royaume-Uni. Elle est moyenne en Suisse et en Allemagne. Nous ne disposons pas d'éléments suffisants pour en juger dans les entreprises italiennes, espagnoles et hollandaises.

214 Privilégier la précision dans les recommandations

Que retenir de ces analyses ?

On peut affirmer qu'il existe de nombreuses tendances extrêmement positives dans les pratiques de gouvernance recommandées dans ces huit pays. Certains points, tels qu'une exigence de transparence élevée sur le montant des rémunérations, font figure d'acquis, alors que d'autres, telle la mise en place croissante de vote « Say on Pay », sont autant d'évolutions que nous saluons.

Néanmoins, lorsqu'elles n'ont pas de base légale ou ne font pas l'objet de recommandations assez précises, les pratiques des entreprises restent largement en deçà des niveaux prônés par les codes de gouvernance de chaque pays.

Concernant les modèles, celui des États-Unis se distingue par une philosophie générale qui tend à maximiser la liberté de l'entreprise, ce qui se traduit notamment par l'absence d'un code de bonne gouvernance. L'intervention des régulateurs y est le plus souvent liée à des cas spécifiques de scandales et vise à limiter les abus et à protéger les actionnaires, notamment en augmentant les exigences de transparence, sans constituer une tendance de fond. De plus, cet interventionnisme fait l'objet de nombreuses pressions visant à le limiter, à l'instar du lobbying exercé par les opposants à la loi Dodd-Frank, dont de multiples dispositions sont toujours en attente d'un décret d'application par la SEC. On peut par ailleurs se poser la question de la pérennité des mécanismes de contrôle une fois le souvenir de la crise estompé, comme l'illustra, en 1999, la fin du Glass Steagall Act, réponse réglementaire au krach de 1929 qui séparait les métiers de banque de dépôt et de banque d'investissement.

L'Europe, quant à elle, reste très hétérogène malgré les deux plans d'actions de la Commission européenne. Si on note également une tendance au renforcement du contrôle actionnarial par la généralisation du vote « Say on Pay », la notion de RSE – qui vise à promouvoir une création de valeur à long terme pour l'ensemble des parties prenantes – peine à trouver sa place et à s'exprimer dans des mécanismes concrets, tels que par exemple l'intégration de critères ESG dans les rémunérations des mandataires sociaux.

Il convient donc de ne pas s'arrêter en si bon chemin et d'accroître les efforts sur la précision des recommandations concernant la publication des critères, barèmes et objectifs conditionnant l'attribution d'une rémunération variable, qu'elle soit à court terme (bonus) ou long terme (LTIP). En outre, il conviendrait de préciser la nature des critères à prendre en considération, en intégrant systématiquement les critères extra-financiers. Le choix de ces derniers devra tenir compte, de manière mesurable, des impacts sociaux et environnementaux spécifiques au secteur et à l'activité de chaque entreprise. La prise en compte de ces critères s'accompagnera de la fixation d'objectifs exigeants, qui encourageront l'amélioration des pratiques. De même, il convient de recommander aux entreprises de publier de manière claire et lisible les barèmes d'attribution liés à l'ensemble des critères, qu'ils soient financiers ou non financiers. En outre, afin de rendre visible et mesurable le lien entre la performance de l'entreprise et la rémunération des dirigeants, nous recommandons la publication ex-post des objectifs et de leur taux d'atteinte. Il serait souhaitable que ces informations permettent de reconstituer clairement le lien entre les critères, barèmes, objectifs et la rémunération totale effectivement versée.

3 | Rémunérations des dirigeants mandataires sociaux en France

— 19 —

La France a cherché à se doter d'un cadre institutionnel – codes de gouvernance et législations impactant les rémunérations – en moyenne plus ambitieux que celui des autres pays. Cependant, si le niveau des pratiques est globalement satisfaisant, il ne se distingue pas particulièrement des niveaux allemands, hollandais et britanniques. Mesurant ainsi le chemin qu'il nous reste à parcourir, nous nous livrons dans cette troisième partie à une analyse critique de l'émergence du cadre réglementaire français et de ses changements récents, avec la publication du nouveau code Afep-Medef en juin 2013.

311 Un débat économique et social auquel la France n'échappe pas

3111 L'impact de scandales fortement médiatisés

Comprendre l'actuel débat sur la rémunération des dirigeants nécessite de le remettre en perspective avec ses évolutions au cours des deux dernières décennies. Ainsi que le notent Jean-Michel Clément et Philippe Houillon dans le rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, elles ont été émaillées par des scandales retentissants provoqués par des rémunérations ou des indemnités de départ excessives (se sont en effet succédés les affaires Messier (2002), Bernard (2005), Forgeard et Zacharias (2006), Tchuruk et Russo (2008) et Morin (2009)). Si l'on a pu penser qu'il s'agissait de cas isolés, il n'en reste pas moins que ces scandales sont intervenus parallèlement à un accroissement des écarts de rémunération entre les salariés et les dirigeants¹⁰.

10. Voir par exemple Evain, Franck, 2007, « Entre 1995 et 2005, le salaire moyen des PDG a augmenté sensiblement plus que celui des cadres. In : Insee première N°1150 - http://www.insee.fr/fr/themes/document.asp?reg_id=0&ref_id=ip1150#inter5

Ce décrochage, si parlant soit-il, cache une autre évolution. À partir des années 1980, ainsi que souligné par Jensen et al. (2004)¹¹ la gouvernance des entreprises s'est orientée vers la maximisation de la création de valeur pour l'actionnaire. De fait, ce ne sont pas seulement les montants mais aussi les structures des rémunérations qui ont profondément évolué. En développant les mécanismes d'association des dirigeants au capital de l'entreprise, au moyen de stock-options et d'attribution d'actions gratuites, on a alors pensé détenir les solutions parfaites pour aligner l'intérêt des dirigeants et celui des actionnaires. Pourtant, la pratique a montré que l'effectivité de cet alignement n'a rien de mécanique et que de tels dispositifs introduisent des biais qui favorisent des stratégies de maximisation du cours boursier à court terme, préjudiciable à un développement pérenne de l'entreprise.

Or, parallèlement, les scandales d'Enron (2001) et de World-Com (2002) ont souligné les déficiences des mécanismes de contrôle interne (audit, code d'éthique) et le manque de transparence et de fiabilité des informations financières. Si la réponse réglementaire aux États-Unis s'est vue limitée à l'amélioration de la transparence financière des sociétés (loi Sarbanes-Oxley), une réflexion plus large a été engagée sur la gouvernance d'entreprise. Le rapport de Richard Breeden, ex-président de la SEC, formulait 78 recommandations parmi lesquelles l'interdiction de payer les dirigeants en stock-options et la création d'un plafond de rémunération, que seul un vote des actionnaires aurait permis de dépasser occasionnellement. Si ces propositions ont toutes été adoptées par MCI (ex-World-com) dès 2003, elles sont restées lettre morte pour la plupart des autres entreprises.

Ces scandales, dont l'écho a dépassé les frontières des États-Unis, ont poussé les régulateurs à se pencher sur les dispositifs réglementaires garantissant la mise en place d'une bonne gouvernance d'entreprise.

3112 De la transparence à la performance : émergence d'un cadre législatif de plus en plus contraignant

En France, les interrogations sur la gouvernance d'entreprise ont débuté par une série de rapports, parmi lesquels Viénot I (1995), Marini (1996), Viénot II (1999), Bouton (2002) et Clément (2003). À l'initiative du CNPF (Conseil national du patronat français – aujourd'hui « Medef ») et de l'AFEP, le rapport Viénot I (1995) aborde les questions de l'information des actionnaires et de l'indépendance des administrateurs, et introduit l'idée de la création de comités ad hoc, parmi lesquels le comité de rémunération. Le rapport Bouton mettra l'accent sur l'éthique et la transparence. Enfin, le rapport de Pascal Clément (2003) rédigé au sein de la Commission des lois de l'Assemblée nationale proposera quinze mesures pour « réhabiliter l'actionnaire ». Parmi celles-ci, on trouve la volonté de clarifier les pratiques de rémunération.

La réponse législative ne se fait pas attendre, et s'axe d'abord autour de la notion de transparence, puisque celle-ci est considérée comme un moyen de forcer les entreprises à adopter les meilleures pratiques, faute de quoi elles courent le risque de renvoyer une mauvaise image au grand public et à leurs parties prenantes.

11. Voir Jensen et al., 2004. Opus cité dans la bibliographie.

La première loi « NRE » de 2001 (nouvelles réglementations économiques), a constitué un tournant symbolique dans l'émergence d'un encadrement strict des rémunérations. Elle contient des mesures visant à accroître considérablement la transparence vis-à-vis des actionnaires, notamment en exigeant une transparence sur la rémunération totale et les avantages de toute nature, tant pour les sociétés cotées que non cotées. Parallèlement, elle prévoit la publication annuelle d'un rapport spécial à destination des actionnaires sur les attributions et les levées de stock-options. On peut d'ailleurs noter avec l'art. L.225-100-2 (code de commerce) l'obligation pour les entreprises de communiquer l'impact social et environnemental de leur activité.

Une deuxième loi, loi de sécurité financière (LSF) de 2003, vient compléter la loi NRE. Elle vise à responsabiliser les dirigeants, à renforcer le contrôle interne et à diminuer les potentiels conflits d'intérêt. Elle pose le principe de la présentation aux actionnaires, lors de l'assemblée générale, d'un rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne contenant les principes et les règles applicables à la détermination des rémunérations et avantages sociaux de toute nature accordés aux mandataires sociaux. Ce rapport au titre de l'art L.225-102-1 du code de commerce, ne s'applique plus qu'aux sociétés cotées.

Troisième volet de cet accroissement des exigences en termes de transparence, la loi Breton « pour la confiance et la modernisation de l'économie » de 2005. Par cette loi, deux éléments sont visés : les parachutes dorés (indemnités de départ) et les retraites chapeaux. Cette loi soumettra les « engagements pris au bénéfice des dirigeants sociaux par la société correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus, à raison de la cessation ou du changement de leurs fonctions, ou postérieurement à celles-ci » au régime des conventions réglementées. Ce régime, assez lourd, prévoit notamment un vote de ces conventions lors de l'assemblée générale des actionnaires. Un article du code de commerce oblige la société à faire apparaître les éléments de rémunération concernés dans son rapport annuel en les distinguant des composantes de rémunération fixes, variables et exceptionnelles.

Enfin, la loi de décembre 2006 « pour le développement de la participation et de l'actionariat salarié » va accroître l'encadrement de l'attribution d'actions gratuites et de stock-options. Le conseil d'administration devra par ailleurs décider d'un mode de conservation, soit en interdisant la levée des options ou la vente des actions avant la cessation des fonctions du mandataire social, soit en fixant une quantité d'actions attribuées ou issues d'une levée d'options que celui-ci est tenu de conserver au nominatif jusqu'à la cessation de leurs fonctions.

Une deuxième vague législative introduira la notion de performance dans l'attribution des rémunérations.

La loi Tépà (2007) en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat amènera les articles L.225-42-1 et L.225-90-1 du code de commerce en cherchant à limiter les excès en

matière de rémunération. Elle soumet ainsi « les éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de ces fonctions » à des conditions de performance ; elle dispose que la soumission à l'approbation par l'assemblée générale de ces éléments de rémunération fait l'objet d'une résolution spécifique pour chaque bénéficiaire et qu'elle soit resoumise au vote à chaque renouvellement de mandat. Par ailleurs, aucun versement ne peut intervenir avant que le conseil ne constate, lors ou après la cessation ou le changement effectif de fonction, le respect des conditions prévues. Cette décision doit être rendue publique. Cependant, cette loi ne s'applique ni aux indemnités dues au titre d'une clause de non-concurrence, ni aux engagements concernant les retraites à prestation définies. Elle ne régit pas non plus les stock-options ni les primes de prise de fonction (golden hellos). Enfin, cette loi ne propose pas de définition claire de la performance, que ce soit celle du dirigeant ou celle de l'entreprise. Cette absence de précision laisse une large marge d'appréciation aux entreprises dans la fixation des critères, et n'inscrit en aucun cas la notion de performance dans la notion de « responsabilité globale ».

31113 Débat de société sur la place du législateur

Les années 2000 ont vu la législation encadrant les rémunérations s'enrichir. Cependant, il semble que le législateur ait davantage agi en cherchant à répondre à des pratiques abusives « au coup par coup », plutôt qu'en proposant une vision cohérente autour de laquelle il aurait cherché à réunir les entreprises. De plus, l'axe majeur de ces textes ayant longtemps été l'amélioration du niveau de transparence, certains observateurs déplorent l'effet pervers ainsi créé : si un patron pouvait facilement se satisfaire de sa rémunération lorsqu'il ne la comparait pas à celle de ses pairs, il en va tout autrement lorsque celui-ci s'aperçoit que d'autres dirigeants sont bien mieux payés que lui. Augmenter le niveau général de transparence produit un alignement à la hausse des niveaux de rémunérations. Or, quand ceux-ci sont atteints, l'effet de cliquet rend l'inversion de la tendance extrêmement difficile, même en cherchant à promouvoir « les bonnes pratiques ». Devait-on cependant aller plus loin dans l'encadrement législatif ?

À cette question, beaucoup d'émetteurs ont répondu non. Ainsi que le déclarait Daniel Tricot (président honoraire de la chambre commerciale de la Cour de cassation) aux Échos en 2010 : « Il est temps d'arrêter de légiférer et il faut laisser les choses se reposer. Il faut que la loi cesse de fixer de nouvelles normes, celles qui existent doivent être mises en pratique. » Or, la crise économique et financière de 2008 donne au législateur, sous la pression de l'opinion, de nouvelles occasions d'agir, cette fois-ci par décrets. Le décret 2009-348 du 30 mars 2009 pose désormais des conditions pour les rémunérations dans les sociétés aidées par l'État. Elle interdit le versement de stock-options et d'actions gratuites. Un deuxième décret (2009-445) du 20 avril, interdira l'octroi de retraites chapeaux (retraites à prestations définies) aux dirigeants de ces entreprises. Plus récemment, en 2012 (décret 2012-915) le gouvernement a plafonné la rémunéra-

tion fixe et variable des entreprises publiques nationales et de certains organismes ayant un objet d'ordre économique et social, à un brut de 450 000 euros annuel. Outre une réforme de la fiscalité applicable aux stock-options et actions gratuites dans le cadre de la loi de finance de 2013, le gouvernement maintient aussi son projet de loi visant à taxer à 75 % les salaires supérieurs à 1 M€ par an. Cette taxe, qui devra être payée par l'employeur, sera soumise au Parlement dans le cadre du budget 2014 et aura une durée de deux ans.

Un bon nombre de ces décisions ont été fortement critiquées. Cela souligne bien la position difficile du législateur dans le débat sur les rémunérations. Constamment accusé, soit de dirigisme, soit de laxisme, il se doit d'agir dans l'intérêt général, tout en prenant en compte des aspects plus spécifiques, tels que la liberté contractuelle qui préside à la fixation des rémunérations, la dimension de compétitivité liée à celles-ci, de même que les attentes de l'opinion publique en termes de justice sociale. Une solution, certes imparfaite, semble avoir été trouvée dans le principe anglo-saxon « *comply or explain* » (se conformer ou expliquer). Ce principe prône une autorégulation exigeante du marché, sous la surveillance des autorités publiques et des régulateurs. En France, le code Afep-Medef, dont nous allons examiner les évolutions, constitue l'armature autour de laquelle s'applique ce principe.

312 Une autorégulation structurée autour d'un cadre contraint d'évoluer

— 21 —

31211 Une première version axée sur la transparence et le rappel à la loi

La première version du code Afep-Medef est publiée en octobre 2003. Elle est directement issue des rapports Viénot et Bouton. Élaborée conjointement par l'Afep (Association française des entreprises privées) et par le Medef (Mouvement des entreprises françaises), elle reprend et agrège le contenu de ces rapports. Notons que pour une grande part, il s'agit d'un rappel des dispositions législatives existantes. Pour le reste, ce code reflète la volonté déjà évoquée de favoriser la transparence des entreprises et, par conséquent, d'améliorer leur gestion et leur image auprès des investisseurs et du public.

Dans cette première mouture, les recommandations concernant les rémunérations sont toutes incluses dans le chapitre sur le comité de rémunération. Elles portent sur sa composition, ses modalités de fonctionnement et ses attributions. Le comité ne doit comporter en son sein aucun mandataire social et être majoritairement composé d'administrateurs indépendants. Il doit établir un règlement précisant ses attributions et ses modalités de fonctionnement, qui fera l'objet d'une approbation du conseil d'administration. Il devra pleinement informer le conseil de ses activités par des comptes rendus et publier un exposé sur son activité à chaque fin d'exercice.

Concernant ses attributions, le devoir d'informer est mis en avant et des indications sont données sur les informations relatives aux rémunérations et qui doivent être fournies par les entreprises. Il s'agit d'un rappel à la loi, notamment de l'art. L.225-102-1 du code de commerce.

À cela s'ajoute l'idée qu'une information des actionnaires « plus complète sur les rémunérations individuelles et le coût global de la direction générale, ainsi que de la politique de détermination des rémunérations » serait légitime. Pour ce faire, il est recommandé que le rapport annuel des sociétés cotées comporte un chapitre divisé en trois parties :

- La première exposera en détail la politique de détermination de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux, avec notamment les principes de répartition des parties fixe et variable, les critères d'assiette de calcul des parties variables et les règles d'attribution des bonus et primes.
- La deuxième devra être consacrée au montant des rémunérations individuelles, de manière détaillée, ventilé par masse entre part fixe et part variable. Il s'agira aussi de publier le montant global des rémunérations perçues par les mandataires sociaux au cours de l'exercice écoulé, comparé à celui des exercices précédents.
- Enfin, une troisième partie sera consacrée au montant des jetons de présence des administrateurs dont elle exposera les règles de fixation.

La part variable des rémunérations et les stock-options font, dès 2003, l'objet de recommandations plus spécifiques :

- Concernant la part variable, le comité de rémunération devra en fixer les règles d'attribution liées à la performance réalisée par le dirigeant mandataire social, en cohérence avec la stratégie de l'entreprise. On le voit, la notion « d'alignement avec la performance de l'entreprise » n'est pas encore explicite mais commence à émerger.
- Par ailleurs, ce comité devra « apprécier l'ensemble des rémunérations et avantages perçus par ces dirigeants, le cas échéant, d'autres sociétés du groupe, y compris les avantages en matière de retraite et les avantages en nature ». Nulle précision n'est cependant donnée sur la nature ou le rôle de cette « appréciation ».
- Du côté des stock-options, le code en redonne la définition dans le droit français et rappelle l'ensemble des dispositions législatives les concernant. À cela s'ajoutent quelques recommandations que sont la suppression des décotes lors de l'attribution des options, la recommandation d'une politique générale d'attribution d'options « raisonnable, appropriée et exposée dans le rapport annuel et à l'assemblée générale lors d'un vote sur l'attribution d'options ». La périodicité devra éviter l'octroi d'options de manière opportuniste lors de baisses exceptionnelles du cours de la Bourse. Enfin, le comité de rémunération devra expliquer au conseil les raisons qui motivent sa politique d'attribution d'options.

31212 La crise économique et financière comme fer de lance de nouvelles recommandations

En janvier 2007 et octobre 2008, l'Afep et le Medef publient de nouvelles recommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux des sociétés cotées. Cette nouvelle version intervient en même temps que le début de la crise économique et financière, et la teneur de ses recommandations sera attentivement surveillée par le législateur.

Il est rappelé en introduction que la détermination des rémunérations relève de la responsabilité des conseils d'administration ou de surveillance et se fonde sur les propositions du comité de rémunération. Concernant les rémunérations, on séparera désormais la question de la rémunération des administrateurs de celle des dirigeants mandataires sociaux, et les exigences quant à « l'information sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux » feront l'objet d'un chapitre à part entière.

De manière générale, ce code cherchera à étoffer ses recommandations, en améliorant leur structure et leur degré de précision. Parmi les nouveautés, il recommandera la cessation du contrat de travail en cas de mandat social. En effet, la protection juridique de ce contrat de travail est incompatible avec le statut de mandataire social dont le haut niveau de rémunération rémunère déjà le risque encouru de possible révocation ad nutum par le conseil d'administration.

Concernant la politique de rémunération des dirigeants mandataires sociaux et du conseil d'administration, le code énonce six principes d'élaboration qui doivent s'appliquer à l'ensemble de ses éléments :

- L'exhaustivité : il s'agira pour les entreprises de prendre en compte tous les éléments de rémunération, quelle que soit leur forme.
- L'équilibre entre les éléments de rémunération doivent être motivés et correspondre à l'intérêt général de l'entreprise.
- Le benchmark : le niveau de la rémunération doit être apprécié en fonction du métier et du marché de référence, européen ou mondial.
 - * Notons que ce critère n'encourage pas forcément la modération du fait du biais haussier induit par la pratique du benchmark sectoriel.
- La cohérence : la rémunération du dirigeant mandataire social doit être « cohérente » avec celle des autres dirigeants et des salariés de l'entreprise.
 - * Néanmoins, la notion de « cohérence » peut être sujette à diverses interprétations et laisse, là encore, une grande liberté aux entreprises.
- La lisibilité des règles : elles doivent être simples, stables et transparentes. Il est stipulé à cet endroit que les critères de performance conditionnant la rémunération variable ou l'attribution de stock-options doivent être exigeants, explicables, pérennes et correspondre aux objectifs de l'entreprise.

- * Notons que l'intitulé de ce critère a été modifié par « intelligibilité » dans le nouveau code de juin 2013.

- La mesure : ce dernier principe indique que la rémunération des dirigeants doit réaliser « un juste équilibre » et tenir compte à la fois de l'intérêt général de l'entreprise, du marché et des performances des dirigeants.

Si ces principes restent vagues, ce qui rend la mesure de leur niveau d'application difficile, ils constituent néanmoins une base intéressante à partir de laquelle les entreprises peuvent orienter leur politique de rémunération. Les différents éléments de rémunération font par ailleurs l'objet de recommandations plus précises. La fiche pays « France » de cette étude propose une vision synthétique des différentes dispositions de ce code aujourd'hui, dont nous verrons les actualisations en 2013 (en effet, la révision d'avril 2010 n'intégrait pas de nouvelle mesure concernant les rémunérations).

31213 Quelle portée à l'autorégulation ?

a. Un principe renforcé par une base législative...

À l'occasion de la publication de son code de bonne gouvernance en décembre 2008, l'Afep-Medef introduit la notion de « comply or explain ». Ce principe a été renforcé par la loi du 3 juillet 2008 qui transpose la directive 2006/46/CE du Parlement et du Conseil européen et oblige les entreprises qui se réfèrent à un code de gouvernement d'entreprise à préciser dans leur rapport annuel quelles dispositions de ce code n'ont pas été appliquées et pour quelles raisons. Si une société ne se réfère à aucun code, elle doit justifier cette décision et exposer les règles de bonne gouvernance qu'elle retient en complément des exigences requises par la loi. Ces obligations figurent aux articles L.225-37 et L.225-68 du Code de commerce. Par ailleurs, ce code octroie à l'Autorité des marchés financiers (AMF) la mission d'examiner sa mise en application par les entreprises. Cette disposition apparaît à l'article L.621-18-3 du code monétaire et financier.

b. ... qui se traduit par un « naming and shaming de l'AMF » en 2012

Le rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées change quelque peu de méthodologie par rapport à 2010. Parmi ces modifications, on note que les meilleures et les moins bonnes pratiques y sont désormais soulignées en désignant nominativement les émetteurs concernés. Ainsi, les sociétés qui n'appliquent pas une recommandation du code de l'AMF et/ou ne justifient pas de manière suffisante cette non-application, sont montrées du doigt dans ce rapport. Par le nouveau format de son document, l'AMF souhaite fournir des explications et des prises de positions plus étoffées sur les enjeux actuels de la gouvernance. C'est le cas pour l'approche « comply or explain », qu'elle souligne comme étant « est au cœur du système de régulation du gouvernement d'entreprise et en conditionne pour une large part l'efficacité ».

Parmi les lacunes identifiées de ce système, une étude de la société Riskmetrics, citée par l'AMF, démontre que dans plus de 60 % des cas, les explications apportées à la non-conformité sont insuffisantes. Il s'agit la plupart du temps d'une simple mention de dérogation ou d'une explication trop générale et limitée. À ce titre, l'AMF déplore une évolution regrettable de « standardisation » des explications apportées et recommande qu'elles soient plus précises et adaptées aux situations particulières des entreprises. S'inspirant des exemples britanniques et suédois, l'AMF recommande que soient décrites, en complément de la déclaration de non-conformité, les solutions alternatives mises en place. Selon l'AMF, « l'auto-exonération d'une disposition doit nécessairement trouver sa contrepartie dans la précision de la justification apportée ». Cette justification devrait passer par une explication précise de la manière dont l'entreprise atteint l'objectif général fixé par ladite recommandation. Cela implique donc que l'entreprise « adhère aux principes sous-jacents des recommandations ». Cette flexibilité, qui prend en compte que l'approche « uniforme » d'un code n'est pas adaptée pour toutes les entreprises, permet d'implémenter une version « sur mesure » du code de gouvernement d'entreprise sans en trahir les principes.

313 Révision du code Afep-Medef: un compromis raisonnable?

31311 Un projet de loi ambitieux abandonné au profit d'une « autorégulation exigeante »

Publié le 16 juin 2013, soit trois semaines après l'abandon du projet de loi sur la gouvernance d'entreprise, la nouvelle version du code Afep-Medef introduit une série de recommandations qui amorcent des changements de pratiques, sans toutefois créer de rupture dans les modes de gouvernance des entreprises.

Promesse de campagne de François Hollande, l'encadrement de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux a fait l'objet d'un projet de loi ambitieux dont l'abandon le 24 mai 2013, en a surpris plus d'un. Parmi les pièces constitutives de ce dossier, le rapport d'information sur la « transparence de la gouvernance des grandes entreprises » présenté par les rapporteurs Jean-Michel Clément et Philippe Houillon avait en effet tracé les contours d'une réforme de grande ampleur autour de trois objectifs :

1. Renforcer l'équilibre entre la loi et les codes de gouvernance.
2. Établir une gouvernance stable et ouverte aux actionnaires et aux salariés.
3. Favoriser une gouvernance responsable au service des stratégies de long terme.

Le contexte actuel nous rappelle combien la pensée du sociologue Michel Crozier est encore d'actualité : « On ne change pas la société par décret. » Malgré celui qui, en juillet dernier, a plafonné la rémunération des dirigeants des entreprises publiques à 450 000 euros, le gouvernement a cette fois-ci choisi la voie du dialogue. Préférant une

« autorégulation exigeante », selon les mots du ministre de l'Économie et des Finances Pierre Moscovici, à un acte législatif contraignant, le gouvernement traduit en actes sa volonté de soutenir le développement des entreprises françaises sans « figer les règles dans la loi, quand celles-ci sont amenées à évoluer sans cesse dans un environnement international mouvant ». Qu'en est-il donc des propositions des organisations patronales ?

31312 Un « comply or explain » renforcé ?

Parmi les mesures phares de ce nouveau code, la mise en place d'un Haut Comité chargé du contrôle de l'application des recommandations du code par les entreprises.

Ce comité sera composé de sept individus, dont quatre émetteurs et trois personnes qualifiées représentant les investisseurs disposant de compétences dans les domaines juridiques ou déontologiques. Il pourra être saisi par les conseils sur toutes les dispositions liées au code, pourra s'auto-saisir s'il constate qu'une société ne justifie pas suffisamment la non-application d'une recommandation, et proposera des mises à jour du code au regard de l'évolution des pratiques, y compris à l'international. Il devra par ailleurs publier tous les ans son rapport d'activité.

Ce nouveau dispositif de contrôle vise à répondre à la demande formulée par les différentes parties dans le cadre de la consultation lancée par le Trésor public au mois d'août sur la rémunération des dirigeants et dont l'objectif était de renforcer l'efficacité du dispositif de « comply or explain » via un contrôle de son application par une autorité de régulation indépendante (ex : AMF). Or, nous pouvons nous interroger sur l'indépendance de la future instance dont la composition implique des risques importants de conflit d'intérêt.

31313 La mise en place d'un « Say on Pay » allégé

Le rôle des actionnaires dans la gouvernance des entreprises est renforcé avec cette nouvelle version du code Afep-Medef puisque parmi ses mesures les plus importantes, on compte l'instauration d'un vote « Say on Pay » consultatif qui leur confère un pouvoir de contrôle sur les rémunérations, bien qu'il ne soit pas contraignant sur le plan juridique.

Pratique jusqu'alors peu connue des Français, le « Say on Pay » s'est imposé ces derniers mois sur le devant de la scène médiatique européenne (voir le cas de la Suisse) et nationale. Censé favoriser la transparence et encourager une modération des rémunérations, le « Say on Pay » s'inscrit dans la volonté des gouvernements de responsabiliser les dirigeants d'entreprise. Cependant sa portée réelle dépend de ses modalités d'application et celles-ci font l'objet de débats passionnés entre les émetteurs, soucieux de préserver le pouvoir du conseil, les actionnaires, soucieux de leurs intérêts financiers, les gouvernements – dont la volonté est de limiter les rémunérations abusives – et la société civile, pour qui les rémunérations sont indissociables des thèmes de justice sociale et d'équité. De plus, la capacité de ce dispositif à atteindre ses objectifs est souvent remise en question, à l'instar de l'Angleterre qui a instauré le « Say on

Pay » depuis plus de dix ans maintenant, et où le gouvernement envisage de rendre le cadre réglementaire plus contraignant.

En France, la nouvelle mesure fait figure de compromis raisonnable, même si elle demeure peu ambitieuse par rapport à la version proposée par le rapport Clément-Houillon. La nature consultative du vote ex-post d des actionnaires sur le montant des rémunérations n'opère pas de réel transfert de pouvoir, à l'inverse d'un vote ex-ante sur les politiques de rémunération. On peut, en outre, se poser la question quant à la portée de l'obligation faite aux conseils de réagir à un vote défavorable par un communiqué de presse. Sera-t-elle suffisante pour faire évoluer les pratiques ? Il conviendra de veiller à l'accompagnement de ce cette mesure par un processus de dialogue fructueux entre les différentes parties prenantes en amont des assemblées générales.

Notons par ailleurs que, de manière plus discrète, le Sénat a adopté en mars 2013 un amendement à la loi bancaire française, prévoyant un vote « Say on Pay » sur les rémunérations des « preneurs de risques » et des « personnes exerçant une fonction de contrôle » lors des assemblées générales de certaines institutions bancaires. Cette évolution spécifique au secteur financier s'effectue en accord avec les évolutions législatives au niveau de l'Union européenne.

31314 L'extra-financier: grand absent d'une réforme...

Parmi les mesures que l'on peut souligner positivement, l'introduction de la notion de long terme dans les recommandations sur les mécanismes de rémunérations variables. Toutefois, à l'instar de la notion « d'intérêt social de l'entreprise », le code apporte peu de précisions, quant à la manière dont les entreprises peuvent inscrire les systèmes de rémunération dans le long terme. Rappelons que les critères de performance sur lesquels sont aujourd'hui indexés les bonus, stock-options et actions gratuites restent essentiellement quantitatifs – principalement financiers – et ancrés dans le court terme. L'impact négatif de cet ancrage, qui a contribué à la financiarisation de l'économie, est bien connu.

Alors même que de nombreux acteurs avaient exprimé le souhait d'intégrer les critères de performance sociale et environnementale aux conditions d'attribution des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux, aucune recommandation précise n'est faite concernant la prise en compte de critères extra-financiers. Une différence importante avec le rapport Clément-Houillon qui juxtaposait cette proposition avec celle de l'instauration d'un vote « Say on Pay ».

C'est là une voie d'amélioration à explorer si la France veut se doter d'un dispositif de gouvernance réellement ambitieux et performant. Cette mesure est d'ailleurs proposée par la mission Brovelli-Drago-Molinié, qui y voit un mécanisme incitatif fort pour favoriser l'intégration des enjeux de RSE au cœur de la stratégie d'entreprise. En accord avec ce rapport, nous sommes convaincus que l'intégration des critères ESG ne relève pas d'une simple question d'éthique, mais constitue un véritable levier pour la performance de l'entreprise et la création de valeur à long terme pour l'ensemble des parties prenantes.

31315 ... qui vise plus à limiter les abus qu'à changer de modèle

Parmi les autres mesures concernant les questions de rémunération, on relève :

- l'introduction de la notion de variable « pluriannuel » visant à inscrire les rémunérations sur le long terme ;
- l'introduction d'une recommandation visant à obtenir plus de transparence sur les indemnités de prise de fonction ;
- l'introduction d'une condition d'ancienneté d'au moins deux ans pour l'éligibilité aux plans de retraite, avec une acquisition progressive et limitée des droits à 5 % par an et un plafonnement des rentes à 45 % maximum du revenu de référence (sans que celui-ci ne soit défini) ;
- une recommandation en vue d'un meilleur encadrement des indemnités de non-concurrence.

Des mesures qui permettent, certes, de mieux encadrer les pratiques actuelles en limitant certains cas d'abus, mais qui sont loin de répondre aux vrais enjeux soulevés par ces mécanismes de rémunération et notamment leur juste corrélation à la création de valeur long terme pour l'entreprise.

31316 Dialogue social: que penser des recommandations ?

Dans un contexte économique et financier déprimé, les questions de gouvernance se trouvent au centre des préoccupations liées au pacte social. Or, il convient de chercher à intégrer ces questionnements dans l'évaluation de la performance de l'entreprise, en créant les structures nécessaires à un dialogue social constructif et fructueux. Celui-ci commence au sein de l'entreprise. Ainsi, le rapport Clément-Houillon préconisait dans ses propositions 10 et 11 « d'instaurer par la loi une représentation obligatoire des salariés non-actionnaires, avec une voix délibérative, dans les conseils d'administration et de surveillance des entreprises de plus de 5 000 salariés » et « d'améliorer le dialogue social », notamment en garantissant aux salariés des dispositifs de formation adaptés. Le rapport Brovelli-Drago-Molinié va plus loin en prônant l'implication de certaines instances représentatives du personnel dans les réflexions sur les politiques RSE des entreprises. En outre, les structures de gouvernance constituant un levier essentiel dans la mise en place d'un dialogue social qui favoriserait la soutenabilité de l'entreprise, il propose la création d'un comité « développement durable » pour favoriser l'intégration de ces enjeux dans les réflexions du conseil sur la stratégie de l'entreprise.

Le nouveau code Afep-Medef semble s'orienter de son côté vers une plus forte implication des salariés dans la gouvernance des entreprises. Les recommandations sur la représentation des salariés font désormais l'objet d'un chapitre spécifique, toutefois l'Afep-Medef se contente d'y rappeler les obligations réglementaires concernant la représentation des salariés actionnaires (art. L.225-23 du code de commerce) et celles, récentes, concernant la représen-

tation des salariés (art. L.225-27 et 27.1). La participation de ces administrateurs à des comités est évoquée sans être encouragée ou recommandée, à l'exception du comité en charge des rémunérations, dans lequel il est conseillé que siége un administrateur représentant des salariés.

Bien que l'on remarque un manque de conviction dans ces propositions, nous espérons que cette évolution s'accompagnera d'une volonté partagée par les deux parties pour mettre en œuvre un dialogue constructif dans l'intérêt de l'entreprise.

4 | Conclusions

Au terme de cette étude, nous avons souhaité apporter notre pierre à l'édifice en formulant quelques recommandations. Il ne s'agit évidemment pas pour nous de nous inscrire dans une démarche revendicative, mais plutôt de fournir des orientations dans l'approfondissement des réflexions sur un modèle de performance entrepreneuriale axé sur la création de valeur à long terme pour toutes les parties prenantes.

411 Faire évoluer le modèle de gouvernance

- Les systèmes de rémunérations doivent être repensés dans le cadre d'un nouveau modèle de gouvernance d'entreprise qui ne soit plus seulement « actionnariale ». Ainsi, il convient d'aligner les intérêts de l'ensemble des parties prenantes (actionnaires, dirigeants, salariés) vers la création de valeur à long terme.
- Ainsi, nous recommandons que les entreprises engagent une réflexion visant à approfondir l'intégration de leur politique RSE à leur stratégie globale.
- Pour ce faire, nous encourageons la création d'un comité « développement durable » au sein du conseil d'administration afin de favoriser l'intégration des critères ESG à la stratégie de l'entreprise.

412 Aligner la structure des rémunérations avec la création de valeur à long terme

Nous soutenons activement l'alignement des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux avec la création de valeur à long terme, notion récemment introduite dans le code Afep-Medef. Pour nous, cela passe en pratique par le respect des recommandations suivantes :

→ Intégrer systématiquement les enjeux sociaux, sociétaux et environnementaux à la part variable court terme (bonus) et long terme (LTIP) :

- * Les critères ESG (qualitatifs et quantitatifs) doivent découler d'une stratégie RSE cohérente avec les enjeux importants pour le secteur et l'activité de l'entreprise.
- * Ils doivent être pertinents, mesurables et suivis dans le temps.
- * Ils doivent conditionner une part suffisamment importante de la rémunération et être basés sur des barèmes suffisamment exigeants pour être réellement incitatifs.

→ Mesurer les performances sur une base pluriannuelle :

- * Concernant les stock-options, les périodes d'évaluation de la performance doivent être de trois ans minimum.

413 Continuer à améliorer le niveau de transparence

Prenant acte de l'effort réalisé par l'ensemble des entreprises en termes de transparence sur les rémunérations, nous recommandons :

- Une communication systématique ex-ante des critères et des barèmes (pourcentage d'atteinte de l'objectif) conditionnant l'attribution des rémunérations variables (stock-options, actions de performance, bonus, etc.).
- L'amélioration de la transparence ex-post des objectifs de performance et de leur degré d'atteinte réel, mettant en lien barèmes, performance atteinte et montants attribués.

414 Développer et systématiser les processus d'engagement

L'amélioration des pratiques de gouvernance ne relève pas de la seule responsabilité des entreprises, mais de l'ensemble des parties prenantes. Aussi en tant qu'investisseur engagé, nous recommandons de :

- Généraliser la pratique du dialogue en amont et en aval des assemblées générales.

415 Code de gouvernance

- Élargir la consultation des parties prenantes dans l'élaboration du code.
- Le nouveau code Afep-Medef renforce le principe de « comply or explain ». Dans la droite ligne de cet effort, nous nous prononçons pour :
 - * Une consultation régulière de toutes les parties prenantes par le Haut Comité de suivi du code, afin d'intégrer leurs remarques dans les modifications à venir du code de gouvernance.
 - * Un contrôle réalisé par un Haut Comité composé de davantage de membres indépendants.
- Élargir la portée du vote « Say on Pay » consultatif.

La mise en place d'un vote « Say on Pay » français portant sur les rémunérations perçues par les dirigeants mandataires sociaux constitue une avancée du nouveau code Afep-Medef. Nous recommandons d'en élargir la portée :

- * Outre le vote ex-post sur le montant des rémunérations perçues par les dirigeants mandataires sociaux, nous pensons qu'il est essentiel d'étendre cette mesure en soumettant les politiques de rémunération au vote consultatif ex-ante des actionnaires.

5 Annexes

511 Fiches pays

Ces fiches correspondent à l'analyse comparative réalisée pour la rédaction de la partie 2 de cette étude.

51111 États-Unis – Rémunération des exécutifs

Cadre réglementaire	
Loi Dodd-Frank (2010) – Titre IX. NYSE Corporate Governance Report (2010).	
Vote « Say on Pay »	
Existant :	Oui (section 951, Dodd Frank) appliqué en 2011.
Statut du vote :	Légal.
Nature du vote :	Consultatif.
Objet du vote :	Rémunération globale des cinq principaux exécutifs et parachutes dorés.
Périmètre :	Sociétés non contrôlées.
Fréquence :	Déterminée par un vote des actionnaires. La contrainte légale impose cependant que le vote se tienne au minimum tous les 3 ans. Fréquence revotée tous les 6 ans.
Structure de la rémunération	
Benchmark	-
<i>fixe</i>	-
Plafond :	Non.
<i>variable</i>	-
Limitation par rapport au fixe :	-
Différé :	-
Cash ou titres :	-
Lien à la performance :	Mesure en attente d'application. Section 953, loi Dodd-Frank.
Critères :	Transparents, financiers (section 953).
Clawback :	Oui, renforcement à venir, section 954DF. Prolongement de Sarbanes-Oxley, 2002.
LTIP	
Stock-options / AGA :	-
Plafonnement % du fixe :	-
Plafonnement part des mandataires sociaux :	-
Critères de performance :	Comme pour le variable.
Périodes (évaluation, acquisition, conservation) :	-
Décote :	-
Couverture :	En attente d'application. Section 955 de la loi Dodd-Frank.
Condition de présence :	-
Pratique discrétionnaire :	-
Conservation si départ :	-
Indemnités de départ	
Limitation :	-
Performance :	-
Cumul avec retraite :	-
Contrôle et décision	
Fréquence de la révision de la politique de rémunération :	-
Composition du comité de rémunération :	Administrateurs entièrement indépendants selon la définition fédérale. Renforcement en attente. Section 952 DF.
Transparence	
<ul style="list-style-type: none"> Publication obligatoire d'une information claire, concise et compréhensible sur les rémunérations (Présentation standardisée selon un règlement de la SEC). Celle-ci doit être disponible dans trois sources : 1) Document de référence ; 2) Rapport annuel du Form 10-K ; 3) Rapport d'enregistrement de l'entreprise. 	

L'essentiel

Contexte. Les États-Unis se caractérisent par un modèle de gouvernance atypique, puisqu'il mélange une approche basée sur le marché avec des textes de loi contraignants, souvent liés à des contextes particuliers, comme la loi Sarbanes-Oxley (SOX) qui fit suite à l'affaire Enron. Celle-ci n'avait cependant pas traité la question de la rémunération des exécutifs, et cette question, en l'absence de code de gouvernance faisant autorité, ne faisait jusqu'à aujourd'hui pas l'objet de recommandation particulière.

Principes. Suite à la crise financière, la loi Dodd-Frank (2010) prévoit une série de recommandations, dont le principe général se résume à « toujours plus de transparence ». Le montant et le type de rémunération distribués restent, selon les mots de la SEC, « une décision d'affaires laissée à la discrétion de l'entreprise ».

Enjeux actuels. La plupart de ces recommandations sont toujours en attente d'un décret d'application de la part de la SEC, sachant que cette loi fait par ailleurs l'objet d'un intense lobbying visant à en réduire l'impact. La seule mesure réellement entrée en vigueur a été l'introduction d'un vote « Say on Pay » consultatif dans les sociétés cotées. Cependant, on peut trouver la notion d'alignement des rémunérations avec la création de valeur à long terme dans le rapport 2010 de la NYSE sur la gouvernance d'entreprise.

Pratiques constatées

Sur la saison de vote 2012 aux États-Unis, le proxy ISS fournit les données suivantes :

- Le montant moyen des rémunérations des CEO des entreprises de l'index S&P 500 s'élève à 12,8 millions de dollars, avec une part fixe d'environ 1,1 million. Une tendance est cependant difficile à établir (la médiane des rémunérations totales est de 9,9 millions) et certaines rémunérations atteignent des niveaux records.
- La rémunération variable à court terme (bonus) représente en moyenne 239 % du fixe sur ce même indice. Concernant les LTIP (Restricted Stock + Options), la moyenne atteint 690 % du fixe. De manière générale, ces montants sont très élevés.
- La plupart des sociétés organisent un vote « Say on Pay » consultatif. Le taux d'approbation moyen est très haut (91 % en 2012-2013). Seulement 3 % des MSOP ont échoué (1,62 % sur la saison 2013).

Nous avons par ailleurs effectué une analyse qualitative des pratiques de rémunération dans 5 large cap de notre univers de vote, prises au hasard. On en retire les enseignements suivants :

- L'alignement des rémunérations avec les performances de l'entreprise n'est pas systématique.
- Les critères d'attribution de la part variable de la rémunération à court et long terme sont peu transparents et relèvent souvent d'une pratique discrétionnaire du conseil d'administration. Néanmoins, dans le cas des sociétés observées, de longues périodes de conservation contrebalancent quelques peu ces aspects négatifs.
- Trois sociétés prévoient des dispositions de clawback, plus ou moins contraignantes.
- Aucun des CEO ne bénéficie d'un accord sur les indemnités de départ.

Tendances 2013 sur l'univers de vote NAM

Le taux moyen de contestation des résolutions ayant trait aux rémunérations sur les 134 entreprises américaines sur lesquelles Natixis AM a voté en 2013, s'élève à 13 %. Un chiffre assez proche de celui calculé par ISS sur l'indice R3000 pour 2012, qui est de 9,3 %. Parmi les pratiques à l'origine de ces contestations on note :

- Lien insuffisant des rémunérations à la performance, avec revue discrétionnaire à la baisse des objectifs.
- Manque de transparence ou absence des critères au niveau des LTIP (ex : période d'acquisition).
- Manque d'indépendance des comités de rémunération.
- Indemnités de départ ne respectant pas les bonnes pratiques.
- Choix des critères pour les bonus et les LTIP très critiqué (mêmes critères pour la rémunération à long terme et court terme). Les montants sont jugés trop importants.

De manière générale, les pratiques sont très hétérogènes selon les entreprises.

Bonnes pratiques

La section 953 de la loi Dodd-Frank prévoit la publication du ratio « rémunération totale du CEO / rémunération totale médiane des employés ».

Lors de la saison 2012, les actionnaires ont proposé des résolutions concernant les rémunérations. Les premières concernaient la mise en place d'une période minimale de conservation d'un système de vesting au prorata, les secondes un encadrement des bonus. Aucune de ces résolutions n'a remporté l'approbation de la majorité.

Sources

- Application du Dodd-Frank Act à venir : <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/dfactivity-upcoming.shtml>
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Application to Public Companies. Dechert Onpoint. Juillet 2010.
- Explication de la SEC sur la rémunération des exécutifs : <http://www.sec.gov/answers/execomp.htm>
- Rapport de la NYSE sur le gouvernement d'entreprise de la NYSE : http://www.ecgi.org/codes/documents/nyse_cgreport_23sep2010_en.pdf
- ISS, 2012, Proxy Season Review.

5112 Suisse – Rémunération des exécutifs

Cadre réglementaire	
Initiative Minder (« Say on Pay ») votée en mars 2003. (Modification de l’art. 95 al. 3 de la Constitution fédérale du 18 avril 1999). Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (2002). Amendé en 2008. Code des obligations – Art 663b, bb, c.	
Vote « Say on Pay »	
Existant :	Oui. Introduit en 2008.
Statut du vote :	Volontaire (dep. 2008), deviendra légal à partir de 2015 (Initiative Minder).
Nature du vote :	Volontaire, deviendra contraignant avec l’initiative Minder.
Objet du vote :	Code suisse : rapport sur les rémunérations (politique de rémunération et prestations versées pendant l’exercice). Minder : somme globale des rémunérations du conseil d’administration, de la direction et du comité consultatif.
Périmètre :	Sociétés cotées, membres du CA, direction et comité consultatif.
Fréquence :	Annuelle.
Structure de la rémunération	
Recommandations code suisse 2008.	
Benchmark :	Oui. Aide possible de conseillers externes et internes.
<i>Fixe</i>	-
Plafond :	-
<i>Variable</i>	-
Limitation par rapport au fixe :	-
Différé :	Oui. Si objectifs de moyen et long terme.
Cash ou titres :	Décision CA. But : éviter les mauvaises incitations.
Lien à la performance :	Oui (groupe et individuelle).
Critères :	Doivent être clairs, avec objectifs.
Clawback :	-
<i>LTIP</i>	-
Stock-options / AGA :	Décision du CA selon les objectifs.
Plafonnement :	Non.
Plafonnement part des mandataires sociaux :	Dilution aussi faible que possible.
Critères de performance :	Publication recommandée.
Benchmark :	Oui. Aide de conseillers externes et internes.
Périodes (évaluation, acquisition, conservation) :	Non. Précisées, mais doivent être en accord avec les intérêts à long terme de l’entreprise.
Décote :	Non.
Couverture :	-
Condition de présence :	-
Pratique discrétionnaire :	Interdiction de modifications ex-post des conditions d’exercice des options (code suisse).
Conservation si départ :	Oui (6b. annexe 1, code suisse).
Indemnités de départ	
Limitation :	Initiative Minder : interdiction absolue de versement. Code suisse : exclue sauf en cas de changement de contrôle.
Performance :	Indemnités justifiées seulement lorsqu’elles sont « dans l’intérêt de l’entreprise ».
Cumul avec retraite :	-
Contrôle et décision	
Fréquence de la révision de la politique de rémunération :	Annuelle.
Composition du comité de rémunération	Code suisse (annexe 1) : administrateurs indépendants seulement. Initiative Minder : élus annuellement par les actionnaires. Administrateurs indépendants et non exécutifs. Les principes de la politique de rémunération sont soumis au CA par le comité.
Transparence	
<ul style="list-style-type: none"> • Art 663, code des obligations : publication obligatoire de la rémunération individuelle de l’exécutif le mieux payé et de chaque membre du conseil de direction, ainsi que de la rémunération globale des « top executives ». • Recommandation : publication d’un rapport de rémunération transparent (critères) pour l’AG. 	

L'essentiel

Contexte. La réglementation suisse en matière de rémunération des dirigeants relevait jusqu'en mars 2013 de la soft law, à savoir du « code Suisse des meilleures pratiques pour la gouvernance d'entreprise », ainsi que pour la transparence, de l'art. 663 du code des obligations. Divers scandales (Swissair, Novartis) et le rachat par l'État suisse d'UBS AG ont cependant été à l'origine d'importants débats de société. Ceux-ci ont abouti, en mars 2013, à la votation populaire de l'initiative Minder, instaurant un vote « Say on Pay » obligatoire et contraignant dans les sociétés cotées.

Extrêmement contraignant sur certains aspects (indemnités de départ, rémunérations anticipées), ce texte reste cependant encore évasif sur des détails plus techniques, tels que l'orientation des politiques de rémunération, le contenu exact du rapport, etc. À ce titre, les recommandations du code suisse (annexes de 2008) continuent d'indiquer la direction à suivre.

Principes. Dans l'ensemble, ce code recommande d'aligner les rémunérations avec les performances à long terme de l'entreprise, tout en laissant au CA et au comité de rémunération la liberté de décider des instruments nécessaires garantissant « des prestations conformes au marché et à la performance pour attirer et conserver les talents ».

Enjeux actuels. À noter: le texte de l'initiative Minder devrait entrer en vigueur vers 2016, mais fera l'objet d'un décret provisoire du conseil fédéral garantissant que ces principes soient appliqués au plus tôt. D'autres sources parlent cependant d'une transposition législative qui pourrait entrer en vigueur dès 2014.

Pratiques constatées

Malgré le niveau de recommandation important du code suisse de bonnes pratiques, le niveau de transparence varie beaucoup d'une société à une autre, certaines ne publiant que les informations requises par la loi. En 2012, seulement 60 entreprises ont soumis des résolutions sur le système de rémunération au vote des actionnaires.

- En 2011, la rémunération moyenne des présidents des CA est de 1,1 M CHF (900 K€) et celle des CEO de 3,3 M CHF (2,6 M€).
- Concernant la transparence, les sociétés restent réticentes à dépasser le minimum fixé par la loi: si la transparence sur les critères qui déterminent le montant de la rémunération variable augmente, celle concernant les bonus cibles et maximums, et celle sur les rémunérations individuelles des membres de la DG et la composition des groupes de comparaison (benchmark) restent insuffisantes.

N.B. On constate que les sociétés ayant mis en place un vote « Say on Pay » consultatif sont plus transparentes que les autres.

- La part variable des rémunérations reste très élevée, particulièrement dans le secteur financier (72 % de la rémunération globale). Cependant, la part des options continue de diminuer tandis qu'on assiste à une hausse des plans à long terme basés sur la performance.
- Une part importante des plans de rémunération à long terme reste basée sur des critères de seule rétention et n'est pas conditionnée à la performance. De plus, ces plans échouent dans leurs objectifs, puisque les pertes liées à une renonciation sont souvent compensées par le nouvel employeur grâce au versement d'une indemnité de prise de fonction.
- Sur la saison 2012, ISS relève que la contestation des rémunérations par les actionnaires était notablement élevée.

Tendances 2013 sur l'univers de vote NAM

Sur les 16 sociétés suisses sur lesquelles nous avons voté, le taux de contestation moyen concernant les rémunérations était de 18 %. Un chiffre qui correspond bien aux tendances observées par ISS pour 2011 et 2012 (18,8 % et 18,3 %). Les principales raisons de cette contestation étaient:

- Manque de transparence quant aux critères et objectifs de performance tant sur le variable CT que le LTIP.
- Absence de seuils de déclenchement et de plafonnement du variable.
- Existence de bonus discrétionnaires et indemnités de départ non conformes aux pratiques du marché.
- Manque d'indépendance du comité de rémunération par rapport aux pratiques recommandées.

Bonnes pratiques

Le vote « Say on Pay » sera bientôt obligatoire et contraignant dans les sociétés cotées.

La Suisse a une définition large des éléments devant être pris en compte dans la rémunération: les indemnités versées, les crédits accordés et les droits de participation des membres des organes de sociétés cotées doivent être publiés par les sociétés.

Sources

- Code Suisse de bonne pratique http://www.ecgi.org/codes/documents/swiss_code_feb2008_fr.pdf. Art. 25, 26. Annexe 1.
- Initiative Minder vs. Initiative Parlementaire. <http://cms.unige.ch/droit/cdbf>, article n° 864, 26 février 2013.
- ISS 2013 Market IQ: Switzerland, p. 10-11.
- Rémunérations 2011 des instances dirigeantes, 100 plus grandes sociétés cotées en Suisse. Fondation Ethos (2012).
- Deloitte, 2011: Corporate Governance in Switzerland. A Closer Look at SMI companies.

51113 France – Rémunération des exécutifs

Cadre réglementaire	
Code de commerce, code monétaire et financier. Décret du 26 juillet 2012, décrets 2009-348 et 2009-445. Code Afep-Medef (2013).	
Vote «Say on Pay»	
Existant :	Oui (2013).
Statut du vote :	Volontaire (recommandation Afep-Medef).
Nature du vote :	Consultatif.
Objet du vote :	Rémunération des mandataires sociaux.
Périmètre :	Sociétés cotées.
Fréquence :	Annuelle.
Structure de la rémunération	
Benchmark :	Oui.
<i>Fixe</i>	-
Plafond :	-
<i>Variable</i>	Recommandée (%), niveau adapté au métier de l'entreprise.
Limitation par rapport au fixe :	-
Différé :	-
Cash ou titres :	-
Lien à la performance :	Oui. En fonction de la période considérée (variable annuel et ou pluriannuel).
Objectifs :	Doivent être précis et préétablis (dep. 2013)
Critères :	Quantitatifs : simples, pertinents, objectifs, mesurables et adaptés à la stratégie de l'entreprise. Qualitatifs : définis de manière précise. La limite de la part qualitative doit être fixée.
Clawback :	-
<i>LTIP</i>	
Stock-options / AGA :	Instruments fixés par le conseil d'administration.
Plafonnement :	Oui (fixé par CA).
Plafonnement part des mandataires sociaux :	Oui.
Critères de performance :	Oui. Sérieux et exigeants (internes et/ou externes).
Périodes (évaluation, acquisition, conservation) :	Évaluation pluriannuelle, limitation période d'exercice, Acquisition et conservation : 2+2 ans min pour AGA (art. L. 225-197-1 CC.). Recommandation de la conservation « d'un nombre significatif de titres » par les mandataires sociaux jusqu'à la fin de leur carrière.
Décote .:	Recommandation pour l'interdire.
Couverture :	Les dirigeants mandataires sociaux s'engagent à ne pas se couvrir, jusqu'à la fin de la période de conservation fixée par le CA.
Condition de présence :	Oui (pour administrateurs).
Pratique discrétionnaire :	-
Conservation si départ :	Non (si le départ s'effectue avant la fin de la période de mesure des performances), sauf cas exceptionnels.
Indemnités de départ	
Limitation :	2 ans de rem. (fixe + variable). Départ non volontaire. Inclusion des clauses de non-concurrence.
Performance :	Critères stricts.
Cumul avec retraite :	Interdit.
Contrôle et décision	
Fréquence de la révision de la politique de rémunération :	Tous les 3 ans pour la rémunération fixe.
Composition du comité de rémunération	+ de 50 % d'administrateurs indépendants requis. Présence conseillée d'un représentant de salariés.
Transparence	
<ul style="list-style-type: none"> Obligation légale (art. L225-100-2 - Code de commerce) : publication de la rémunération totale et des avantages en nature que chaque mandataire social a reçu durant l'exercice dans le rapport de gestion. Recommandation : information complète et claire sur la politique de rémunération et son application (avec critères barèmes et objectifs), sur les rémunérations détaillées des dirigeants mandataires sociaux, sur les politiques d'attribution d'options et d'actions gratuites. Transparence recommandée sur le montant des indemnités de prise de fonction. Création récente d'un Haut Comité de suivi d'application du code Afep-Medef pour renforcer sa mise en application. 	

L'essentiel

Contexte. L'abandon par le gouvernement du projet de loi « Say on Pay », conditionné à une révision du code Afep-Medef, ne doit cependant pas masquer le cadre réglementaire déjà existant concernant les rémunérations.

Le code de commerce prévoit en effet que le montant total des jetons de présence des administrateurs, ainsi que les plans d'attribution d'actions et de stock-options, desquels les administrateurs non-exécutifs sont exclus, soient soumis au vote des actionnaires. Concernant le secteur financier, la France se conforme aux réglementations européennes en la matière.

Principes. Le code Afep-Medef prévoit un ensemble de recommandations sur les rémunérations des dirigeants, notamment sur la structure et les critères d'attribution des parts fixe et variable.

Ces recommandations suivent six principes que sont l'exhaustivité, l'équilibre, le benchmark, la cohérence, la lisibilité et la mesure.

Enjeux actuels. En 2012 un rapport de l'AMF fait état d'un certain nombre d'instruments de rémunération qui ne font pas l'objet de recommandations particulières, comme les rémunérations différées et conditionnées, les contributions exceptionnelles aux plans de retraite complémentaire et les bonus exceptionnels. Suite à cela et à l'abandon récent du projet de loi sur la rémunération des dirigeants, le code Afep-Medef a été modifié et complété. Parmi les principaux changements, figurent l'introduction d'un vote « Say on Pay », une nouvelle définition du rôle d'administrateur et la création d'une haute autorité de suivi du code. On note cependant l'absence de recommandations spécifiques sur l'intégration de critères extra-financiers dans les politiques de rémunération.

Pratiques constatées

Selon les chiffres publiés par *Les Échos* le 2 mai 2013, l'ensemble des rémunérations (fixe + variable) des dirigeants du CAC 40 en 2012 s'élève à environ 92,8 millions d'euros, soit une moyenne de 2,32 M€ par dirigeant (proche de la médiane : 2,35 M€). Cela représente une baisse de 4 % par rapport à 2011.

L'échantillon de l'AMF concerne les 60 sociétés, parmi lesquelles 35 du CAC40 et 25 tirées des plus grandes capitalisations suivantes. Les pratiques relevées pour l'exercice 2011 sont :

- La transparence sur le niveau des rémunérations des dirigeants est bonne pour toutes les sociétés.
- En 2011 et 2012 on constate une tendance à l'augmentation discrétionnaire des salaires de base.
- Des indemnités de départ continuent d'être versées et ne sont pas toujours limitées à des cas de départ contraint. Par ailleurs, certains dirigeants peuvent conserver le bénéfice de leurs options et AGA.
- Presque toutes les sociétés accordent une rémunération variable liée à des critères de performance. La moitié détaille le poids respectif de ces critères. Un manque de transparence quant aux barèmes d'attribution et aux objectifs reste à déplorer.
- Plus de la moitié des sociétés ont attribué des options et actions de performance à leurs dirigeants. Une minorité ne lie pas les options de souscription à des critères de performance. Dans toutes les sociétés, les dirigeants sont tenus de conserver une partie des titres.
- D'après l'AMF, le taux moyen d'indépendance des comités de rémunération est de 71,9 %. Le président du comité est considéré comme indépendant dans 86 % des cas.

En général, un manque de prise en compte de critères ESG est à déplorer dans l'attribution des rémunérations. On constate aussi une tendance des entreprises à ne pas resoumettre au vote les conventions réglementées déjà existantes.

Tendances 2013 sur l'univers de vote NAM

Le taux moyen de contestation sur les résolutions ayant trait aux rémunérations des sociétés sur lesquelles NAM a voté en 2013, s'élève à 21 %. Parmi les principaux motifs de contestation on note :

- Le manque d'information et de transparence sur les critères de performance des LTIP et les périodes de vesting. Niveau d'exigence trop faible.
- Le manque de corrélation entre la situation financière de l'entreprise et les rémunérations.
- Une dilution trop importante.
- Des indemnités de départ non soumises à des critères de performance et non limitées à des cas de départ contraint.

Bonnes pratiques

Plafonnement de la rémunération globale des dirigeants de sociétés majoritairement détenues par l'État à 450 000 euros. (décret du 26/07/2012)

Le code Afep-Medef propose des tableaux permettant une présentation standardisée de tous les éléments de rémunération des dirigeants.

Sources

- ISS, 2013 Market IQ. Compensation policies / practices.
- Code Afep-Medef, art 20 et 21.
- Rapport Assemblée nationale sur le gouvernement d'entreprise (20/02/2013) p. 97-126.
- Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées

5114 Allemagne – Rémunération des exécutifs

Cadre réglementaire	
German Stock Companies Act (Aktengesetz – AktG). Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz (Vorst OG). Act on the appropriateness of Management board remuneration (Vorst AG 2009). Kodex 2002, révision en 2013 (Kap. 4.2).	
Vote « Say on Pay »	
Existant :	Oui (2009).
Statut du vote :	Volontaire.
Nature du vote :	Consultatif (peut-être bientôt contraignant).
Objet du vote :	Système de rémunération des exécutifs.
Périmètre :	Sociétés cotées.
Fréquence :	Non. Définie (sur base volontaire).
Structure de la rémunération	
Benchmark	Oui.
<i>Fixe</i>	
Plafond :	Oui. Tant pour la rémunération totale que ses éléments individuels.
<i>Variable</i>	
Limitation par rapport au fixe :	Plafond défini par le conseil de surveillance.
Différé :	-
Cash ou titres :	-
Lien à la performance :	Oui. Sur une base pluriannuelle.
Critères :	Groupe et personnels. Financiers, long terme. Exigeants et pertinents.
Clawback :	-
<i>LTIP</i>	
Stock-options/AGA :	Oui.
Plafonnement :	Oui (par le CS).
Plafonnement part des mandataires sociaux :	-
Critères de performance :	Oui.
Périodes (évaluation, acquisition, conservation) :	-
Décote :	-
Couverture :	-
Condition de présence :	-
Pratique discrétionnaire :	L'amendement d'un plan de stock-options déjà existant nécessite un vote. Repricing interdit.
Conservation si départ :	-
Indemnités de départ	
Limitation :	Si départ lié à une faute grave : pas d'indemnités. Départ sans causes sérieuses : plafonnement à 2 ans de rémunération totale. Si changement de contrôle : 150 % de ce plafond, maximum.
Performance :	Compensation de la seule part restante du contrat.
Cumul avec retraite :	-
Contrôle et décision	
Fréquence de la révision de la politique de rémunération :	Régulière.
Composition du comité de rémunération	Rémunérations fixées par le CS. Niveau d'indépendance laissé à sa discrétion.
Transparence	
<ul style="list-style-type: none"> Vorst OG : publication obligatoire des rémunérations individuelles des administrateurs, fixe et variable, plans de stock-options et critères de performance rattachés (existence d'une clause de non-publication si vote de 75 % des actionnaires). §161 AktG : « Comply or explain » obligatoire. 	

L'essentiel

Contexte. Les bonnes pratiques en termes de rémunérations sont indiquées par le Kodex, document qui a une base légale au titre du §161 de la loi sur les sociétés cotées (AktG). Ce code s'est accompagné récemment d'une loi sur « l'adéquation » des rémunérations, introduisant un « Say on Pay » consultatif sur une base volontaire.

Principes. Il est indiqué par le Kodex que la structure de la rémunération doit être orientée vers une croissance soutenable de l'entreprise et basée sur une évaluation pluriannuelle. Elle ne doit pas encourager la prise de risques inconsidérée.

Enjeux actuels. De récentes modifications ont été apportées au Kodex : de nouvelles recommandations vers plus de transparence et une meilleure comparabilité des systèmes de rémunération entre les entreprises entreront ainsi en vigueur en 2014. Il s'agira pour les conseils de surveillance de mieux communiquer sur les critères d'attribution des rémunérations et de prendre en compte, lors de l'élaboration de ces rémunérations, l'évolution dans le temps de la rémunération des dirigeants par rapport à celle des autres membres de l'entreprise. Par ailleurs, il est recommandé à chaque entreprise de plafonner la rémunération globale et ses composantes individuelles. Un projet de loi déposé le 20 juin 2013 au Bundestag prévoit l'instauration par voie législative d'un « Say on Pay » contraignant. Si ce projet est accepté, le système de cogestion, impliquant les administrateurs salariés, sera modifié au profit d'un renforcement du contrôle des actionnaires.

Pratiques constatées

En 2010, la rémunération totale des dirigeants du DAX 30 (fixe + variable Ct et LT) s'élève en moyenne à 4,53 M€ (la médiane s'établit à 4,18 M€) selon le DSW.

Depuis 2011, les sociétés de l'indice 30 DAX ont publié les rémunérations individuelles de leurs membres dirigeants. Dans l'indice MDAX 50, seulement les trois quarts des entreprises publient ces informations. En 2010, vingt-sept de ces entreprises ont donné à leurs actionnaires l'opportunité de voter sur leur système de rémunération. La fréquence de cette pratique étant laissée à la discrétion des entreprises, le nombre de vote « Say on Pay » en 2011 était supérieur à celui de 2012, faisant ainsi diminuer le taux moyen de désaccord.

Concernant les pratiques en termes de rémunération, notre analyse laisse apparaître ceci :

- L'équilibre de la structure de rémunération est très variable en fonction des entreprises. Certaines privilégient une performance à long terme, d'autres à court terme.
- Concernant le lien à la performance, un manque de prise en compte des critères extra-financiers est à déplorer.
- Il existe des pratiques de bonus différé. Concernant les LTIP, la période d'évaluation de la performance est de trois ans minimum. Les périodes d'acquisition et de conservation sont de quatre ans.
- On constate l'existence de pratiques discrétionnaires de la part des conseils de surveillance ainsi que l'attribution de bonus exceptionnels. A noter : le niveau d'indépendance du conseil de surveillance est laissé à sa discrétion.
- Concernant les indemnités de départ, les principes du Kodex sont respectés.

N.B. La question des rémunérations n'a pas particulièrement mobilisé les actionnaires allemands lors de la saison de vote 2012.

Tendances 2013 sur l'univers de vote NAM

Le taux de contestation moyen sur les résolutions ayant trait aux rémunérations des sociétés sur lesquelles NAM a voté en 2013 s'élève à 12 %. Ce chiffre est cependant supérieur à celui d'ISS pour 2012 (6,8 %) mais proche de celui de 2011 (10,2 %).

Parmi les raisons qui motivent ces contestations, on note :

- Pouvoir discrétionnaire du conseil permettant le versement de bonus exceptionnels.
- Lien insuffisant avec la performance :
 - Pas de transparence ex-post sur le degré d'atteinte des objectifs.
 - Critères peu exigeants pour un plan moyen terme (une année d'évaluation seulement).
 - Absence ou manque d'exigence des critères de performance pour un LTIP.
 - Comité de rémunération non indépendant.
- Indemnités de départ :
 - Bonus cible intégré au calcul du montant des indemnités de départ.
 - Absence de plafonnement ou plafonnement à un niveau supérieur à trois ans de rémunération totale.

Bonnes pratiques

Depuis mars 2009, tous les membres des conseils de surveillance sont pénalement responsables par rapport aux décisions prises vis-à-vis des rémunérations des dirigeants (Vorst AG).

Sources

- ISS, Market IQ Germany 2013
- Deutscher Corporate Governance Kodex (in der Fassung vom 13. Mai 2013 .
- ISS, Governance Exchange Interview with Jella Benner-Heinacher (DSW).
- DSW (2011) Studie zur Vergütung der Vorstände in den DAX- und MDAX-Unternehmen im Geschäftsjahr 2010. http://www.dsw-info.de/uploads/media/DSW_Verguetungsstudie_Vorstaende_2011_alle_Charts.pdf

5115 Italie – Rémunération des exécutifs

Cadre réglementaire	
Codice di autodisciplina, 2000. Amendé en décembre 2011. Code civil Italien article 2389, paragraphe 3. Code financier italien (TUF) : articles 123-ter et 114 bis.	
Vote « Say on Pay »	
Existant :	Oui.
Statut du vote :	Code de gouvernance (sauf secteur financier : légal).
Nature du vote :	Consultatif (sauf secteur financier : contraignant).
Objet du vote :	Politique de rémunération future.
Périmètre :	Toutes les sociétés depuis 2012 (secteur financier : 2009).
Fréquence :	Annuelle.
Structure de la rémunération	
Benchmark :	Comparaison avec les rémunérations moyennes des pairs, peut être utile pour définir le niveau de rémunération.
<i>Fixe</i>	-
Plafond :	-
<i>Variable</i>	
Limitation par rapport au fixe :	Oui. Prend en considération les pairs, les objectifs stratégiques et la gestion des risques.
Différé :	Les caractéristiques (durée et montant) doivent être cohérentes avec le secteur (pratiques et profil de risque).
Cash ou titres :	-
Lien à la performance :	Oui. Pas de bonus en cas de contre-performance.
Critères :	Prédéterminés, mesurables et liés à une performance actionnariale sur les moyen/long termes.
Clawback :	-
<i>LTIP</i>	
Stock-options/AGA :	En cas de versement cash, réinvestissement partiel en actions.
Plafonnement :	-
Plafonnement part des mandataires sociaux :	-
Critères de performance :	Idem bonus.
Périodes (évaluation, acquisition, conservation) :	Période d'acquisition de trois ans et conservation d'un certain nombre d'actions jusqu'à la fin du mandat (ou pendant trois ans).
Décote :	-
Couverture :	-
Condition de présence :	-
Pratique discrétionnaire :	-
Conservation si départ :	-
Indemnités de départ	
Limitation :	Oui. En montant ou nombre d'années.
Performance :	Oui. Pas de « pay for failure ».
Cumul avec retraite :	-
Contrôle et décision	
Fréquence de la révision de la politique de rémunération :	-
Composition du comité de rémunération	Évaluation régulière.
Transparence	
• Toutes les sociétés ont pour obligation de publier tous les éléments de rémunération, y compris les indemnités de départ et les retraites.	

L'essentiel

Contexte. La publication du rapport de rémunération a été rendue obligatoire par un amendement au code financier italien le 30 décembre 2010, instaurant également l'obligation pour les sociétés de soumettre au vote de l'assemblée générale les plans de rémunération en actions. Les commissaires aux comptes doivent désormais vérifier également la cohérence des propositions du conseil en matière de rémunération avec la politique de rémunération (code civil italien). Dans la lignée de ces évolutions réglementaires et de l'instauration du « Say on Pay » contraignant dans le secteur financier en 2009, le code de gouvernance prévoit, sur la base du principe « comply or explain », un vote consultatif sur la politique de rémunération des sociétés italiennes depuis mars 2010. Pour la première fois en 2012, le « Say on Pay » a été appliqué à toutes les sociétés qui avaient ainsi pour obligation de publier tous les éléments de rémunération, y compris les indemnités de départ et retraites.

Principes. Attirer, fidéliser et motiver les collaborateurs dont les compétences sont nécessaires au succès de l'entreprise. La structure de la rémunération doit être définie de manière à aligner les intérêts des managers avec ceux des actionnaires sur le moyen/long terme: il s'agit d'une création de valeur actionnariale. Une part importante de la rémunération doit être liée à la réalisation d'objectifs intégrant éventuellement des critères extra-financiers.

Enjeux actuels. Il a été annoncé le 6 mars 2013 que le comité de gouvernance de la Bourse (Borsa Italiana) envisageait de publier un « Stewardship Code » italien, ce qui devrait permettre d'accroître la transparence des émetteurs dans les années à venir.

Pratiques constatées

Sur l'échantillon des cinq capitalisations les plus importantes, le niveau moyen de rémunération globale s'élève à 4 millions d'euros. La transparence des sociétés italiennes n'est globalement pas encore au niveau des meilleures pratiques de gouvernance, hormis pour le secteur bancaire obéissant à un encadrement plus strict (CRDIV). Cette transparence, variable selon les entreprises, rend difficile les conclusions des analyses effectuées.

L'équilibre entre les composantes de rémunération relatives aux performances à court terme et à long terme diffère, allant d'un très bon équilibre pour certaines à une transparence ne permettant pas de valoriser le LTIP et à un bonus représentant 240 % du fixe pour d'autres. Nous constatons notamment un manque de transparence quant aux critères de performance (imprécis) tout en observant une tendance à l'intégration de critères extra-financiers (people management, sécurité...) en sus des critères opérationnels et stratégiques, dont le poids n'est cependant pas toujours indiqué. En revanche, les clauses de clawback sont très largement répandues.

Concernant le LTIP, les critères de performance utilisés sont opérationnels et boursiers, aucun n'étant extra-financier. En termes de pratiques contraires aux recommandations, nous observons un pouvoir discrétionnaire du conseil quant aux attributions de parts variables et/ou indemnités de départ, golden hello, one-off award et pas toujours de condition de présence pour les LTIP. La plupart des sociétés prévoient par ailleurs des indemnités supérieures à 24 mois et des clauses de non-concurrence en sus. Enfin, les indemnités ne sont pas restreintes aux cas de départs contraints par un changement de stratégie ou de contrôle (non-réélection par exemple) et aucun critère de performance n'est appliqué.

Tendances 2013 sur l'univers de vote NAM

Taux de contestation moyen sur les rémunérations: 15 %.

Raisons des principales contestations:

- Manque de transparence voire parfois absence de critères de performance, plafonds etc. de la rémunération variable (bonus + LTIP quand celui-ci existe).
- Idem concernant les indemnités de départ, lesquelles dépassent fréquemment deux ans de rémunération totale quand elles sont mentionnées.
- Pouvoir discrétionnaire du conseil.

Bonnes pratiques

L'obligation d'instaurer un « Say on Pay » consultatif pour toutes les sociétés en 2012 est une bonne pratique qui vise à accroître le niveau de transparence relativement faible en Italie et variable selon les entreprises. La clause de clawback est fréquemment présente dans les politiques de rémunération.

Announcement mars 2013: stewardship code.

Sources

- Code de gouvernance italien.
- 2012 Voting Season Review: Italy (ISS).
- 2012 Market IQ: Italie (ISS).
- 2013 Voting Season Preview: Italy (ISS).

51116 Espagne – Rémunération des exécutifs

Cadre réglementaire	
Unified Good Governance Code, mai 2006. Law of Sustainable Economy (SEL), mars 2011. Securities Market Law, article 61 ter ajouté par la SEL et 116 bis.	
Vote « Say on Pay »	
Existant :	Oui.
Statut du vote :	Légal (2011).
Nature du vote :	Consultatif.
Objet du vote :	Politique de rémunération.
Périmètre :	Sociétés cotées.
Fréquence :	Annuelle.
Structure de la rémunération	
Benchmark :	Non. Pour éviter l'effet ratchet.
<i>Fixe</i>	
Plafond :	-
<i>Variable</i>	
Limitation par rapport au fixe :	Le rapport entre le fixe et le variable doit être justifié.
Différé :	-
Cash ou titres ?	
Lien à la performance :	Oui.
Critères :	Ils doivent refléter la performance réelle de l'entreprise et non celle du marché ou du secteur.
Clawback :	-
<i>LTIP</i>	
Stock-options/AGA :	Oui.
Plafonnement :	-
Plafonnement part des mandataires sociaux :	-
Critères de performance :	Oui et barèmes. Évolution du cours de la Bourse par rapport au coût du capital ou par rapport aux pairs.
Périodes (évaluation, acquisition, conservation) :	-
Décote :	-
Couverture :	-
Condition de présence :	-
Pratique discrétionnaire :	-
Conservation si départ :	-
Indemnités de départ	
Limitation :	Pas de recommandation pour l'instant (2 ans à la mise à jour du code).
Performance :	-
Cumul avec retraite :	Le montant de la retraite ou son coût annuel pour l'entreprise doit être estimé.
Contrôle et décision :	
Fréquence de la révision de la politique de rémunération :	-
Composition du comité de rémunération :	100 % administrateurs non exécutifs (trois minimum). Possibilité de présence des exécutifs sur invitation du comité. Doit être présidé par un indépendant.
Transparence	
<ul style="list-style-type: none"> Le rapport doit détailler la politique de rémunération en vigueur ainsi que celle des prochaines années dans la mesure du possible. Les montants perçus par les dirigeants doivent être décomposés et toutes les informations relatives aux rémunérations en actions doivent y figurer (prix, dates, historique des attributions...). 	

L'essentiel

Contexte. L'Espagne s'est dotée en 2006 d'un code de gouvernance visant à harmoniser les recommandations des rapports de bonne gouvernance appliquées par les sociétés cotées (Olivencia & Almada Reports). Le principe du « Say on Pay » est alors déjà présent dans le code, mais devient obligatoire avec l'entrée en vigueur en 2011 de la Law of Sustainable Economy, suite au constat de non-respect des recommandations du code en faveur d'une meilleure transparence. Cette loi vient alors ajouter un article à la Securities Market Law (LMV) qui rend obligatoire la publication dans le document de référence, d'un rapport relatif à l'application des recommandations du code vis-à-vis de la politique de rémunération des administrateurs (principe du « comply or explain »). Afin d'accroître la transparence des pratiques de rémunération, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) a par ailleurs lancé une consultation publique fin 2011 visant à instaurer un format type de rapport de rémunération pour les sociétés cotées. Enfin, depuis janvier 2013, la fiscalité applicable aux indemnités de départ des dirigeants a été revue afin d'être moins avantageuse pour ces derniers, ainsi que pour les entreprises versant un montant supérieur à un million d'euros (possibilité de déduction de l'impôt sur les sociétés auparavant).

Principes. Le code espagnol a pour vocation principale d'accroître la transparence des entreprises quant à leurs procédures et leurs pratiques. En matière de rémunération, l'objectif recherché est ainsi d'encadrer les rémunérations des exécutifs.

Enjeux actuels. Une mise à jour du code est en cours et prévoit notamment un plafonnement des indemnités de départ à deux ans. Par ailleurs, la mise en place d'un modèle type de rapport de rémunération est à venir.

Pratiques constatées

Sur l'échantillon des cinq plus grosses capitalisations boursières, le niveau moyen de rémunération globale est de 7,4 millions d'euros. Nous observons un certain manque de transparence quant aux pratiques des entreprises espagnoles, qui ne nous permet pas d'évaluer l'équilibre des structures de rémunération entre le variable court terme et long terme.

Toutefois, la plupart des entreprises n'ayant pas attribué de rémunération variable ces dernières années en raison de la situation économique du pays, il peut s'agir d'un bon indicateur du lien à la performance.

En ce qui concerne les sociétés fournissant suffisamment d'informations, les bonus et LTIP sont soumis à des critères de performance et la durée de performance est suffisante. En revanche, les plans de SO/AGA ne mentionnent guère de conditions de présence, et les critères extra-financiers sont très peu utilisés.

De même, si les clauses de clawback sont largement répandues, nous constatons une récurrence du pouvoir discrétionnaire du conseil pour allouer des golden hellos (récurrents), bonus exceptionnels, ainsi que pour ajuster les indemnités de départ qui dépassent souvent deux années de rémunération. Celles-ci ne sont par ailleurs ni soumises à des critères de performance, ni restreintes aux cas de départs contraints suite à des changements de stratégie ou de contrôle (souvent « dismissal », « non-réélection », etc.).

Tendances 2013 sur l'univers de vote NAM

- Manque de transparence concernant les critères de performance du bonus et LTIP.
- Période d'acquisition des actions trop courte.
- Indemnités de départ potentiellement supérieures à 24 mois.

Bonnes pratiques

Le ministre de l'Économie et des Finances et l'autorité de régulation du marché doivent valider un modèle type de rapport de rémunération visant à structurer les rapports 2012. La présence de la clause de clawback dans les politiques de rémunération est une bonne pratique des sociétés espagnoles.

Sources

- Code de gouvernance espagnol.
- 2012 Voting Season Review: Spain (ISS).
- 2012 Market IQ: Spain (ISS).
- 2013 Voting Season Preview: Spain (ISS).
- ECGI, Directors' remuneration in listed companies, Spain (2008).
- http://www.lemonde.fr/economie/article/2013/03/06/remunerations-abusives-tour-d-horizon-des-lois-europeennes_1843229_3234.html

51117 Pays-Bas – Rémunération des exécutifs

Cadre réglementaire	
The Netherlands civil code (article 2:135), octobre 2004. Dutch corporate governance code, décembre 2003. Amendé en décembre 2008. Financial Supervision Act, janvier 2007.	
Vote « Say on Pay »	
Existant :	Oui.
Statut du vote :	Légal.
Nature du vote :	Contraignant.
Objet du vote :	Politique de rémunération.
Périmètre :	Toutes les sociétés cotées.
Fréquence :	À chaque changement de la politique de rémunération.
Structure de la rémunération	
Benchmark :	Si un benchmark est utilisé, le groupe de pairs doit être publié.
<i>Fixe</i>	-
Plafond :	-
<i>Variable</i>	« Rapport approprié » entre variable et fixe.
Limitation par rapport au fixe :	-
Différé :	-
Cash ou titres ?	Cash.
Lien à la performance :	Avec objectifs à long terme.
Critères :	Doivent être mesurables.
Clawback :	Oui.
<i>LTIP</i>	Oui.
Stock-options/AGA :	-
Plafonnement :	-
Plafonnement part des mandataires sociaux :	-
Critères de performance :	Exigence des critères et publication du barème.
Périodes (évaluation, acquisition, conservation) :	Trois ans acquisition pour les SO/AGA : 5+0 ou fin du mandat.
Décote :	Absence de décote.
Couverture :	-
Condition de présence :	-
Pratique discrétionnaire :	En dernier recours.
Conservation si départ :	-
Indemnités de départ	
Limitation :	Un an de rémunération fixe et deux ans maximum en cas de départ au cours de la 1 ^{ère} année d'exercice.
Performance :	Oui : pas de rémunération en cas de contre-performance.
Cumul avec retraite :	Le coût de la retraite pour l'entreprise doit être publié.
Contrôle et décision	
Fréquence de la révision de la politique de rémunération :	-
Composition du comité de rémunération :	-
Transparence	
<ul style="list-style-type: none"> Le rapport de rémunération incluant la politique passée et future, doit figurer dans le rapport du conseil et être publié sur le site Internet. Il doit comprendre les montants de rémunération individuelle des exécutifs et leurs différentes composantes, les critères de performance, barèmes d'attribution etc. doivent y figurer, de même que le coût pour l'entreprise et un tableau récapitulatif des attributions de rémunération en actions doit être présenté (valorisation, dates de fin de période d'acquisition, de conservation...). 	

L'essentiel

Contexte. Les Pays-Bas ont publié leur code de gouvernance en décembre 2003 dans l'objectif de restaurer la confiance dans le secteur privé suite à des scandales financiers. L'accent a donc été mis sur la nécessité d'accroître la transparence des entreprises, les sociétés cotées devant publier dans le rapport annuel la conformité de leurs pratiques au code de gouvernance. En dépit de l'existence des recommandations du code, les pratiques des entreprises ont toutefois été jugées non satisfaisantes au cours des dernières années, et d'autres thèmes étant par ailleurs à ajouter au code (diversité, RSE...), ce dernier a été mis à jour en 2008. Le Financial Supervision Act (janvier 2007) a également rendu obligatoire la publication du rapport de conformité au code de bonnes pratiques, dans le rapport annuel ou sur le site Internet.

Si le «Say on Pay» est entré en vigueur dès 2004 (code civil), il n'a réellement pris son sens qu'en 2008, date du premier rejet de résolution concernant un plan de rémunération à long terme. En 2009, le gouvernement a mis en place un ensemble de lois visant à limiter les rémunérations excessives, en encadrant la fiscalité des indemnités de départ et des primes perçues peu de temps avant un départ en retraite. Le bonus des administrateurs exécutifs a aussi été plafonné à 100 % du fixe en 2010, et doit comporter une clause de clawback. Enfin, les comités d'entreprise des sociétés hollandaises cotées, dont la majorité des salariés sont employés aux Pays-Bas ont, depuis 2011, la possibilité de donner leur opinion sur la politique de rémunération lors de l'assemblée générale des actionnaires.

Principes. La politique de rémunération doit avoir pour objet de permettre le recrutement et la fidélisation des talents. Elle doit également contribuer à la réalisation des objectifs à long terme de l'entreprise. La structure et le niveau de rémunération doivent ainsi découler de la performance opérationnelle, boursière et extra-financière de l'entreprise afin de créer de la valeur sur le long terme. Ils doivent également tenir compte des niveaux de rémunération existant au sein de l'entreprise et du risque induit par le mode de rémunération choisi.

Enjeux actuels. Une loi visant à instaurer une discussion annuelle sur le rapport de rémunération à l'occasion de l'assemblée générale est en cours d'adoption et un projet de loi visant à limiter les parachutes dorés à 75 000 euros est également à l'étude.

Pratiques constatées

Sur la base de l'étude des cinq plus grosses capitalisations boursières, la moyenne des rémunérations globales des dirigeants est inférieure à 4 millions d'euros. Nous observons un bon équilibre de la structure des rémunérations en faveur d'une performance à long terme (20 % fixe, 35 % bonus, 45 % LTIP), les entreprises ayant bénéficié d'une aide de l'État ne versant toutefois pas de rémunération variable. Les critères de performance du bonus sont opérationnels et quelques critères extra-financiers sont également présents (3 cas sur 5), représentant environ 20-25 %, mais pouvant atteindre près de 40 % de l'attribution. Les clauses de clawback sont largement répandues et 25 % à 50 % du bonus est fréquemment différé, permettant une attribution de matching shares (3/4). Le pouvoir discrétionnaire du conseil existe parfois pour ajuster l'attribution ou décider d'un versement exceptionnel. Concernant le LTIP, les critères de performance sont opérationnels, mais quelques-uns sont aussi boursiers (parfois uniquement) et certaines entreprises intègrent un critère extra-financier, à l'instar de la satisfaction client (20 %). Nous pouvons noter qu'il existe souvent un plan de rétention ou de co-investissement avec matching shares en sus pour le CEO. Les modalités relatives aux actions sont conformes au code, de même que les indemnités de départ en général, bien que certaines y ajoutent parfois le variable cible. En revanche, nous constatons l'absence de critères de performance et de restrictions aux cas de départs contraints.

Tendances 2013 sur l'univers de vote NAM

- Taux de contestation moyen sur les rémunérations : 6 %.
- Raisons des principales contestations (deux entreprises) : Les indemnités sont supérieures à 24 mois et non restreintes aux cas de changement de contrôle ou de stratégie. Il existe un pouvoir discrétionnaire du conseil et nous avons pu constater un manque de transparence concernant les critères de performance (bonus exceptionnel).
- Confirmation de nos analyses ? Non.

Bonnes pratiques

Loi en cours d'adoption visant à instaurer une discussion annuelle sur le rapport de rémunération à l'occasion de l'assemblée générale. Le code de gouvernance comprend de nombreuses exigences en termes de transparence et l'équilibre des packages de rémunération est orienté vers une performance long terme. Certaines entreprises intègrent des critères extra-financiers dans les conditions de performance liées au versement du bonus.

Sources

- http://www.lemonde.fr/economie/article/2013/03/06/remunerations-abusives-tour-d-horizon-des-lois-europeennes_1843229_3234.html
- http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/wet-en-regelgeving/2011-11_bis_consultation_executive_remuneration.pdf
- 2012 Voting Season Review : The Netherlands (ISS).
- 2012 Market IQ : The Netherlands (ISS).
- 2013 Voting Season Preview : The Netherlands (ISS).
- <http://www.presseurop.eu/fr/content/article/3505701-des-bonus-qui-ne-passent-plus>

51118 Royaume-Uni – Rémunération des exécutifs

Cadre réglementaire	
The UK Corporate Governance Code, 1992. Amendé en septembre 2012. Directors Remuneration Report Regulations, 2002. Companies Act (2006). UK Listing Rules (2002). Amendées en 2004. National Association of Pension Funds (NAPF) guidelines, 2007. Amendé en 2011.	
Vote « Say on Pay »	
Existant :	Oui.
Statut du vote :	Légal.
Nature du vote :	Consultatif depuis 2002 mais contraignant à partir de 2014.
Objet du vote :	Actuellement : rapport de rémunération. À compter de 2014 : politique de rémunération à venir.
Périmètre :	Sociétés cotées.
Fréquence :	Annuelle (tous les trois ans pour le vote additionnel à venir).
Structure de la rémunération	
Benchmark :	Tous les trois à cinq ans (NAPF).
<i>Fixe</i>	-
Plafond :	-
<i>Variable</i>	-
Limitation par rapport au fixe :	-
Différé :	Pas de recommandation, sauf secteur financier : FSA Code.
Cash ou titres ?	Pas de recommandation, actions pour le secteur financier.
Lien à la performance :	Pas de bonus garanti et un alignement avec les profits (NAPF).
Critères :	-
Clawback :	-
<i>LTIP</i>	-
Stock-options/AGA :	Oui.
Plafonnement :	-
Plafonnement part des mandataires sociaux :	-
Critères de performance :	Favorable au TSR plutôt qu'à l'EPS (NAPF).
Benchmark :	Oui.
Périodes (évaluation, acquisition, conservation) :	Trois ans d'évaluation, période de conservation parfois jusqu'au départ de l'entreprise (« career shares »).
Décote :	-
Couverture :	-
Condition de présence :	Oui : perte des actions non acquises au départ de l'entreprise.
Pratique discrétionnaire :	Non (NAPF).
Conservation si départ :	-
Indemnités de départ	
Limitation :	Un an.
Performance :	Oui.
Cumul avec retraite :	Importance soulignée de la transparence sur les retraites (NAPF).
Contrôle et décision	
Fréquence de la révision de la politique de rémunération :	-
Composition du comité de rémunération	Au moins trois administrateurs indépendants et présence du président du conseil s'il est indépendant (mais ne doit pas présider le comité). Le comité des rémunérations doit consulter le président ou le DG, et éventuellement un consultant, pour fixer la rémunération des exécutifs. L'identité de celui-ci doit alors être précisée dans le document de référence ainsi que son lien éventuel avec l'entreprise.
Transparence	
<ul style="list-style-type: none"> Le processus d'élaboration de la politique de rémunération doit être transparent et formalisé, de même que le processus de décision relatif aux packages individuels des administrateurs exécutifs. Les Directors Remuneration Report Regulations de 2002 insistent sur la transparence pour les sociétés cotées de la rémunération détaillée de leurs administrateurs au cours des deux dernières années (y compris les critères de performance, le prix d'acquisition des actions etc.), de même que sur la politique de rémunération en vigueur et celle à venir. 	

L'essentiel

Contexte. Le vote consultatif annuel sur les rapports de rémunération existe au Royaume-Uni depuis 2002 et les différents codes de bonnes pratiques ont contribué à renforcer la transparence des entreprises vis-à-vis de leurs actionnaires (i.e NAPF .guidelines, ABI principles of remuneration pour le secteur de l'assurance). Le Company Act et les Listing Rules ont également encadré l'obligation de vote sur le rapport de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, tandis que le Stewardship Code a permis de renforcer le dialogue avec les actionnaires afin d'améliorer leurs pratiques de gouvernance, et que le Kay Review visait en partie à aligner davantage les rémunérations avec les intérêts des actionnaires sur le long terme.

La gouvernance du Royaume-Uni se caractérise par l'importance accordée au rôle de l'actionnaire, qui sera encore renforcé avec l'introduction en 2014 d'un vote contraignant sur la politique de rémunération. L'objectif est ainsi de continuer d'améliorer la transparence des émetteurs et de favoriser la compréhension du lien existant entre la rémunération et la performance de l'entreprise.

Principes. Le niveau de rémunération doit permettre d'attirer, de fidéliser et de motiver des collaborateurs susceptibles de permettre le succès de l'entreprise. S'il s'agit de rémunérer suffisamment les dirigeants pour atteindre ce but, l'objectif n'est pas de les rémunérer davantage. Le comité des rémunérations doit évaluer le niveau de rémunération par rapport à son positionnement vis-à-vis de ses pairs. Il doit également prendre en considération les rémunérations internes à l'entreprise, en particulier au moment des augmentations de salaire.

Une part importante de la rémunération des exécutifs doit être liée à la performance réalisée, à la fois par ces derniers et par l'entreprise. Les éléments variables doivent inciter à une performance de l'entreprise sur le long terme et une mauvaise performance ne doit pas donner lieu à l'attribution de rémunération.

Enjeux actuels. « Say on Pay » contraignant dès 2014 et vote contraignant sur les indemnités de départ supérieures à un an de rémunération fixe.

Pratiques constatées

Pionnier en matière de « Say on Pay » avec une introduction du vote des actionnaires sur les rémunérations des administrateurs dès 2002, les sociétés anglaises sont globalement en avance sur la scène internationale en termes de transparence de leurs pratiques. Si l'objectif est en effet d'améliorer encore, à partir de 2014, la transparence des entreprises quant au lien entre la rémunération attribuée et la performance réalisée, nous observons déjà à l'heure actuelle de très bonnes pratiques en matière de transparence.

Concernant les montants, le High Pay Centre fait état en 2012 d'une hausse de 12 % de la rémunération des dirigeants du FTSE 100. Celle-ci s'élève à 4,77 M GB (5,55 M €). Sur la base de l'étude des capitalisations les plus importantes, nous constatons que les entreprises accordent une place significative à la rémunération court terme et intègrent assez peu de critères extra-financiers dans les conditions de performance relatives aux bonus. Ces derniers sont toutefois partiellement différés en actions pour la plupart, avec des critères à la fois opérationnels et boursiers. Particulièrement, le TSR est en effet un des critères fréquemment utilisés (3/4) et les LTIP ont un poids très important dans la structure de rémunération, ce qui souligne un objectif de création de valeur actionnariale. En revanche, la période d'évaluation est de trois ans minimum et les indemnités de départ respectent le code de gouvernance en ne dépassant pas un an de rémunération fixe.

Tendances 2013 sur l'univers de vote NAM

Taux de contestation moyen sur les rémunérations : 6,5 %.

Raisons des principales contestations : existence d'un pouvoir discrétionnaire permettant d'ajuster à la hausse les bonus, parfois un manque de transparence quant au lien à la performance ex-ante ou ex-post, absence de plafonnement du bonus.

Bonnes pratiques

Les indemnités de départ sont limitées à un an de rémunération fixe et les exigences en termes de transparence sont fortes. Les clauses de clawback sont également fréquemment présentes dans les politiques de rémunération et il est demandé une explication approfondie du lien entre la performance réalisée et la rémunération attribuée.

Sources

- <http://www.insideinvestorrelations.com/articles/disclosure-regulation/18699/binding-pay-votes-what-can-uk-learn-dutch/>
- 2012 Voting Season Review : UK (ISS).
- 2012 Market IQ : UK (ISS).
- 2013 Voting Season Preview : UK (ISS).
- http://uk.accaglobal.com/uk/members/technical/advice_support/financial_reporting/guidance_disclosure/2012FR/drr
- <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedKingdom/Local%20Assets/Documents/Services/Audit/Corporate%20Governance/Checklists/uk-audit-cg-directors-remuneration-checklist-nov11.pdf>
- http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/listing_rules.pdf
- http://www.napf.co.uk/PolicyandResearch/DocumentLibrary/~/_/media/Policy/Documents/0201_Corporate_Governance_Policy_Voting_Guidelines_Nov_2011_COMPLETE.ashx

512 Synthèse des cadres réglementaires (lois & codes de gouvernance)

Légende	A venir	Oui	Non										
	A.v	✓											
Synthèse de l'existant à partir des données des fiches pays	Réglementations et recommandations (Tous secteurs confondus)			USA	Sui.	Fr.	All.	It.	Es.	PB	RU	CRD4	
Cadre réglementaire													
	Code de gouvernance		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	Non pertinent	
	Approche Comply or explain avec base légale				✓	✓							
	Revue et amélioration régulière		✓		✓	✓	✓	✓		✓	✓		
Vote Say on Pay													
Existant	Oui		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
Statut	Légal		✓		A.v		A.v	✓ ¹	✓	✓	✓		
	Volontaire				✓	✓	✓	✓					
Objet du vote	Rapport / Montant des rémunérations (ex-post)		✓		✓	✓					✓		
	Politique de rémunération (ex-ante)						✓	✓	✓	✓	A.v		
Nature	Consultatif		✓		✓	✓	✓	✓	✓		✓		
	Contraignant				A.v		A.v			✓	A.v		
Périmètre	Sociétés cotées				✓	✓	✓			✓	✓		
	Sociétés non contrôlées		✓						✓				
	Toutes les sociétés							✓					
Fréquence	Annuelle		✓		✓	✓	A.v	✓	✓		✓		
	Lors de changement de la politique de rémunération									✓			
	Tous les 3 ans		✓								A.v		
Structure de la rémunération													
Fixe													
Plafond							✓ ²	✓ ³					
Variable													
Plafond / Equilibre	En % du fixe ou sur un montant décidé par le CA					✓	✓			✓			
Différé	Oui				✓			✓			✓	✓	
Cash ou titres	Incitations aux actions et droits de propriété				✓						✓	✓	
Lien à la performance	Oui		A.v		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	Orientation MT et LT (Evaluation sur base pluriannuelle)						✓			✓		✓	
	Extra-financiers					+/-		✓		✓		✓	
Clé d'attribution	Transparence requise												
Barèmes	Transparence requise												
Objectifs	Définis / préétablis					✓							
Clawback	Recommandé		A.v							✓		✓	
Pouvoir discrétionnaire du CA.	Dans des circonstances exceptionnelles									✓			
LTIP													

1) En Italie, le vote Say on pay s'impose par voie légale au secteur financier. Pour le reste des sociétés il relève du code de gouvernance.

2) Seulement pour les sociétés contrôlées majoritairement par l'État.

3) Le Kodex allemand recommande un plafonnement des rémunérations totales et de leurs composantes individuelles conformément aux spécificités de chaque entreprise.

Légende	A venir	Oui	Non											
	A.v	✓			USA	Sui.	Fr.	All.	It.	Es.	PB	RU	CRD4	
Synthèse de l'existant à partir des données des fiches pays	Réglementations et recommandations (Tous secteurs confondus)													
LTIP														
Stock-options / AGA	Recommandation spécifique sur la composition					✓			✓					A ce jour, il semble que CRD4 ne différencie plus le variable « bonus » du variable de long terme (LTIP)
Plafonnement (/ rémunération globale ou / part fixe)	Recommandé (Par le CA ou le CS)						✓	✓						
Plafonnement part des mandataires sociaux ?	Recommandé					✓	✓							
Critères de performance	Conditionnement recommandé				✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	Extra-Financiers								✓					
Transparence	Requise ou conseillée				✓	✓					✓			
Périodes	Recommandation générale d'une « orientation long-terme »					✓		✓			✓	✓		
Evaluation	Base pluriannuelle (2 ans min)						✓					✓		
Acquisition	Deux ans ou plus						✓		✓		✓			
Conservation	Deux ans ou plus						✓		✓		✓			
Indemnités de départ														
Limitation ?	Interdiction absolue					A.v								
	A un cas de départ contraint						✓	✓					✓	
Performance ?	Alignement (pas de Pay for Failure)						✓		✓		✓	✓	✓	
	Plafonnement					✓	✓	✓	A.v			✓		
Vote des actionnaires	Indemnités soumises au vote des actionnaires				✓		✓		✓	✓	✓	✓		
Cumul avec retraite ?	Interdit						✓							
Contrôle et décision														
Fréquence de la révision de la politique de rémunération	Annuelle					✓							✓	
	Régulière							✓	✓					
	3 ans min.						✓							
Composition du comité de rémunération	Recommandations précises sur l'indépendance				✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓	
Sanctions	Financières et / ou pénales					A.v							✓	
Transparence requise / recommandée	Très haute					✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	
	Moyenne				A.v				✓					
	Basse				✓									
Objectifs	Présentation standardisée des rémunérations proposée				✓		✓	✓		✓				
	Attirer et fidéliser les talents				✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	Rémunération tournée vers la création de valeur à long terme pour l'entreprise.					✓	✓	✓			✓	✓	✓	

513 Synthèse des pratiques

Tendance (Jugement qualitatif à partir des données des fiches pays)	Bonne	Moyen	Mauvaise	Non évaluable avec nos sources	Existante	A venir								
				x	√	A.v								
	Pratiques effectives (tous secteurs confondus)						USA	Sui.	Fr.	All.	It.	Es.	PB	RU
Vote say on pay														
	Organisation d'un vote Say on Pay par la plupart des sociétés													
Structure de la rémunération														
Variable	Equilibre entre les éléments de rémunération													
	Alignement général avec la performance													
	Attribution de bonus exceptionnels													
	Clauses de Clawback							x						
	Niveau de transparence sur les critères													
	Niveau de transparence sur les barèmes et les objectifs													
	Intégration de critères extra-financiers							x						
LTIP	Alignement des LTIP avec la performance long terme de l'entreprise													
	Niveau de transparence sur les critères													
	Niveau de transparence sur les barèmes et les objectifs							x						
	Intégration de critères extra-financiers							x						
Indemnités de départ														
	Limitées à un cas de départ contraint						x	x						
	Plafonnées et conditionnées par la performance						x	x						
Contrôle et décision														
	Indépendance du comité de rémunération										x	x	x	
Transparence														
	Niveau général de transparence													
Niveau de pratique														
	Appréciation qualitative générale													

Tendance (Jugement qualitatif à partir des données des fiches pays)	Bonne	Moyen	Mauvaise	Non évaluable avec nos sources	Existante	A venir									
				x	√	A.v									
	Pratiques / mesures spécifiques relevées						USA	Sui.	Fr.	All.	It.	Es.	PB	RU	
Autres pratiques ou réglementations constatées	Plafonnement de la rémunération des dirigeants d'entreprises majoritairement détenues par l'Etat à 450 000 euros.								√						
	Les entreprises ayant bénéficié d'une aide de l'Etat ne versent pas de rémunérations variables												√		
	Discussion sur l'instauration d'une discussion annuelle sur le rapport de rémunération à l'occasion de l'assemblée générale													A.v	
	Publication d'informations sur les différences internes de rémunérations (« Pay ratios »)						A.v								
	Propositions de résolutions par les actionnaires concernant la mise en place d'une politique de rémunération encadrant les bonus et la mise en place d'un système de vesting des options au pro-rata.						√								
	Une société est particulièrement en avance dans la prise en compte de critères ESG dans sa politique de rémunération								√						
	Tendance des entreprises à ne pas resoumettre annuellement au vote les conventions réglementées ayant cours.								√						
	Tendance des entreprises à prendre en compte les votes d'actionnaires considérés comme étant « interested parties » lors du vote de certaines conventions réglementées.								√						
	Tendance à l'augmentation discrétionnaire des salaires de base, permettant d'étendre la base de calcul des bonus								√						
	Tendance décroissante quant à l'organisation de votes Say on pay									√					
	Nouvelle recommandation sur la transparence sur les indemnités de prises de fonction								√						
	Nouvelle recommandation sur la transparence des indemnités de non concurrence								√						
Limitation des régimes de retraites supplémentaires à prestations définies : conditions d'ancienneté d'au minimum deux ans, augmentation progressive des droits potentiels dans un pourcentage limité à 5 % de la rémunération effective par an, période de référence de plusieurs années, Les droits potentiels ne doivent pas dépasser 45 % du revenu de référence (rémunération fixe et variable de la période de référence)								√							

514 Principaux changements apportés au code Afep-Medef (juin 2013)

« Say on Pay »

- Introduction d'un vote annuel et consultatif des actionnaires sur la rémunération totale due au titre de l'exercice écoulé aux dirigeants mandataires sociaux.
- Si le vote est défavorable, le conseil d'administration doit publier un communiqué indiquant la manière dont il compte répondre aux attentes exprimées par les actionnaires.

Parties prenantes

- Prise en compte des changements législatifs sur la représentation des salariés (actionnaires et non actionnaires) et présence conseillée d'un administrateur salarié au comité en charge des rémunérations.

Rémunérations

- Indemnités de prise de fonction : transparence requise sur les montants.
- Retraites chapeaux plafonnées à 45 % du revenu de référence. Acquisition progressive en fonction de l'ancienneté (max. 5 % an) et conditionnées à au moins deux ans de présence.
- Indemnités de non-concurrence : renforcement du contrôle sur les conditions de versement de ces indemnités.

Comply or explain

- 47 –
- Création du Haut Comité de suivi de l'application du code.
 - Le Haut Comité est composé de sept membres (quatre exécutifs, trois personnes qualifiées représentant les investisseurs et/ou choisies pour leur compétence en matière juridique et déontologique) nommés pour trois ans renouvelables.
 - Le Haut Comité aura pour rôle de contrôler l'application des principes, de saisir les conseils de sociétés en non-conformité et de proposer des mises à jour du code.
 - Il publie un rapport annuel.

515 Principaux dispositifs législatifs français relatifs aux rémunérations

Art. L.621-18-3 (code monétaire et financier) : confère à l'AMF la mission d'éditer annuellement un rapport sur la base des informations exigées aux sociétés cotées dont le siège est en France à l'art L.225-37 et L225-68 et L226-10-1. Elle peut ainsi approuver toute recommandation qu'elle juge utile.

Art. L.511-41-1-A (code monétaire et financier) : obligation légale pour les établissements financiers de créer un comité de rémunération qui procède à un examen annuel des principes de la politique de rémunération, des rémunérations, indemnités et avantages de toute nature accordés aux mandataires sociaux de l'entreprise, et des politiques de rémunération des salariés.

Art. L 225-37 et L.225-68 (code de commerce) : prévoit que les sociétés cotées se réfèrent volontairement à un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises et précisent les mesures auxquelles elles dérogent, et pourquoi. Si la société décide de ne pas se référer à un tel code, elle doit expliciter les règles retenues en complément des dispositifs requis par la loi et fournir une explication sur les raisons justifiant qu'elle ne se réfère à aucun code existant.

Art. L 225-100-2 (code de commerce) : définit les éléments devant figurer dans le rapport consolidé de gestion. Introduit la notion de reporting extra-financier, notamment social et environnemental.

Art. L 225-102-1 (code de commerce) : détermine le niveau de transparence requis en définissant les éléments de rémunérations devant figurer dans le rapport de gestion et le document de référence présenté par les sociétés à l'assemblée générale.

Articles L225-177 à L225-186-1 (code de commerce) : ensemble d'articles définissant les conditions dans lesquelles peuvent être attribuées les options de souscription ou d'achat d'actions.

Art. L225-185 (code de commerce) : dispose que le conseil d'administration ou de surveillance décide soit :

1. que les options ne peuvent pas être levées par les intéressés avant la cessation de leurs fonctions ;
2. qu'il fixe la quantité des actions issues de levées d'options qu'ils sont tenus de conserver au nominatif jusqu'à la cessation de leurs fonctions.

— 48 —

L'information correspondante sera publiée dans le rapport mentionné à l'article L.225-102-1).

Art L. 225-197-1 (code de commerce) : régleme l'attribution d'actions gratuites. Limitation à 10 % du capital, délai de 38 mois. Période d'acquisition minimale de deux ans. Conservation minimale de deux ans à partir de l'attribution définitive (Sauf si la durée de la période d'acquisition est supérieure ou égale à quatre ans). Limitation des périodes de cessions.

Art. L.225-23 (code de commerce) : prévoit l'élection d'administrateurs salariés dans les sociétés où les salariés détiennent plus de 3 % du capital.

Art. L.225-27 et 27-1 : dispose de la possibilité pour les salariés d'élire des représentants au conseil d'administration. Cette disposition est obligatoire pour les sociétés de plus de 5 000 salariés dont le siège social est situé en France.

Décret 2009-348 : conditionne les rémunérations versées dans les sociétés aidées par l'État. Interdit les stock-options.

Décret 2009-445 : interdit l'octroi de retraites chapeaux aux dirigeants d'entreprises aidées par l'État.

Décret 2012-915 : plafonnement de la rémunération des dirigeants d'entreprises publiques à 450 000 euros brut/an.

6 Bibliographie

AFEP-MEDEF (2003, octobre) – Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, principes de gouvernement d'entreprise résultant de la consolidation des rapports conjoints de l'AFEP et du MEDEF de 1995, 1999 et 2002.

AFEP-MEDEF (2008, décembre) – Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées.

AFEP-MEDEF (2008, octobre) – Recommandations sur la rémunération des dirigeants mandataires sociaux de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé.

AFEP-MEDEF (2010, avril) – Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées.

AFEP-MEDEF (2013, juin) – Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées.

ASSEMBLÉE NATIONALE (2013, février) – Rapport d'information sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises par MM. Jean-Michel Clément et Philippe Houillon.

ASSOCIATION FRANÇAISE DE LA GESTION FINANCIÈRE (AFG) (2012, janvier) – Recommandations sur le gouvernement d'entreprise. Extrait de http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=1411&lang=fr

ASSOCIATION OF CHARTERED FINANCIAL ACCOUNTANTS (ACCA) (2012) – Director's remuneration Report. Extrait de http://uk.accaglobal.com/uk/members/technical/advice_support/financial_reporting/guidance_disclosure/2012FR/drr

AUTORITÉ DES MARCHES FINANCIERS (2012, février) – Recommandation AMF n°2012-02 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées se référant au code AFEP/MEDEF – Présentation consolidée des recommandations contenues dans les rapports annuels de l'AMF.

AUTORITÉ DES MARCHES FINANCIERS (AMF) (2012, octobre) – Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de sociétés cotées. Extrait de www.amf-france.org/documents/genera/10608_1.pdf

BARKER ALEX (2013, février) – EU agrees to cap banker's bonuses. Extrait de Financial Times <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c6a5a6aa-8173-11e2-904c-00144feabdc0.html#axzz2YjH6bVM3>

BORSA ITALIANA (2011, décembre) – Codice di Autodisciplina. Extrait de http://www.ecgi.org/codes/documents/codice_corpgov_2011_en.pdf

BOUZANQUET ANTOINE, DUFRANE ANTOINE, SMADJA YOHANN (2011, mai) – Rémunération des dirigeants: retour

sur 10 ans de réglementation. Extrait de <http://lecercle.lesechos.fr/economie-societe/societe/221134965/remuneration-dirigeants-retour-10-ans-reglementation>

BROVELLI LYDIA, DRAGO XAVIER, MOLINIE ERIC (2013, juin) – Responsabilité et performance des organisations, 20 propositions pour renforcer la démarche de responsabilité sociale des entreprises (RSE). Extrait de http://www.developpement-durable.gouv.fr/IMG/pdf/Rapport_BROVELLI_-_DRAGO_-_MOLINIE_-_Responsabilite_et_performance_des_organisations.pdf

BUZER.DE (2013, mai) – Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG). Extrait de <http://www.buzer.de/gesetz/8955/index.htm>

CASSOU PIERRE-HENRI (2011, octobre) – Les principales novations de CRDIV. Extrait de <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/les-principales-novations-crd-4>

CHANCELLERIE FÉDÉRALE SUISSE (2013, mai) – Initiative populaire fédérale contre les rémunérations abusives Texte complet. Extrait de <http://www.admin.ch/ch/f/pore/vi/vis348t.html>

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV) (2006, Mai) Unified Good Governance Code. Extrait de http://www.ecgi.org/codes/documents/unified_code_may2006_en.pdf

COMMISSION EUROPÉENNE (2011, juillet) - DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 2002/87/CE du Parlement européen et du Conseil relative à la surveillance complémentaire des établissements de crédit, des entreprises d'assurance et des entreprises d'investissement appartenant à un conglomérat financier. (CRD IV). Extrait de <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0453:FIN:FR:PDFv>

COMMISSION EUROPÉENNE (2011, juillet) – La commission veut des banques plus fortes et plus responsables en Europe. Extrait de Communiqué de http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-915_fr.htm

COMMISSION EUROPÉENNE (2013, juin) – Directive sur les exigences de fonds propres (CRD): la législation en vigueur – Extrait de http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/legislation_in_force_fr.htm

COMMISSION EUROPÉENNE (2013, juin) – Nouvelles propositions sur les exigences de fonds propres (CRD IV) – Extrait de http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_fr.htm

DELOITTE (2011, novembre) – Director's remuneration disclosure checklist for quoted companies (Companies Act 2006) applicable for accounting periods commencing on or after 6 avril 2008. Extrait de <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedKingdom/Local%20Assets/Documents/Services/Audit/Corporate%20Governance/Checklists/uk-audit-cg-directors-remuneration-checklist-nov11.pdf>

DELOITTE (2011, octobre) – Corporate Governance in Switzerland A closer look at SMI companies. Extrait de http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Switzerland/Local%20Assets/Documents/EN/Tax/Legal%20Services/ch_en_Corporate_Governance_a_closer_look_at_SMI_companies.pdf

DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS (2011, septembre) Executive Remuneration, discussion paper. Extrait de https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31660/11-1287-executive-remuneration-discussion-paper.pdf

DEUTSCHER BUNDESTAG (2013, juin) – Hohe Managergehälter und Änderungen im Aktienrecht. Extrait de http://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2013/45428291_kw26_sp_aktienrechtsnovelle/

ECONOMIE SUISSE FEDERATION DES ENTREPRISES SUISSES (2008, février) – Code suisse des bonnes pratiques pour le gouvernement d'entreprise. Extrait de http://www.ethosfund.ch/pdf/Code_Swiss_CG_20080221_fr.pdf

EUMEDIION CORPORATE GOVERNANCE FORUM (2011, novembre) – Executive pay discussion paper. Extrait de http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/wet-en-regelgeving/2011-11_bis_consultation_executive_remuneration.pdf

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITIES (ESMA (2013, février) - ESMA recommends EU Code of Conduct for proxy advisor industry. Extrait de: <http://www.esma.europa.eu/news/ESMA-recommends-EU-Code-Conduct-proxy-advisor-industry>

EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2013, mai) – EBA consults on draft technical standards for the definition of material risks takers for remuneration purposes. Extrait de <http://www.eba.europa.eu/-/consultation-on-draft-technical-standards-for-the-definition-of-material-risk-takers-for-remuneration-purposes>

EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI) (2008, juin) Directors' remuneration in listed companies, Spain (2008). Extrait de http://www.ecgi.org/remuneration/questionnaire/spain_update_2008.pdf

EUROSTAT (2013, juillet) La mesure du chômage des jeunes – un aperçu des principaux concepts. Communiqué de presse 107/2013.

FÉDÉRATION BANCAIRE FRANÇAISE (2013, avril) – La directive CRDIV et le règlement CRR. Extrait de <http://www.fbf.fr/fr/files/8U7JZK/Fiche-CRD4-27062013.pdf>

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA) (2004) – The listing rules. Extrait de http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/listing_rules.pdf

FONDATION ETHOS (2012, septembre) – Rémunérations 2011 des instances dirigeantes 100 plus grandes sociétés cotées en Suisse. Version courte. Extrait de http://www.ethosfund.ch/upload/publication/p415f_120907_Etude_Ethos_Rmunrations_des_instances_dirigeantes_des_plus_grandes_socits_cotes_en_Suisse.pdf

GRANDJEAN HERVÉ (2000, août) La détention des actions françaises cotées. In: Bulletin de la Banque de France – n°80. http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_80_etu_3.pdf

HUMAN TIM, BONE DAN (2012, mars) – Binding pay votes: what can the UK learn from the Dutch ? Extrait de <http://www.insideinvestorrelations.com/articles/disclosure-regulation/18699/binding-pay-votes-what-can-uk-learn-dutch/>

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2013, février) – Market IQ Germany 2013

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2012) Market IQ: Italie

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2012) Market IQ: Spain

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2012) Market IQ: The Netherlands (ISS)

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2012) Market IQ: UK

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2012) Voting Season Review: Spain

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2012) Voting Season Review: The Netherlands

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2012) Voting Season Review: UK

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2012) Voting Season Review: Italy

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2012, août) – 2012 Proxy Season Review United States.

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2012, juillet) – 2012 Voting season review France.

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2012, juillet) – 2012 Voting Season Review Germanic Markets.

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2013) - Voting Season Preview: Italy

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2013) Voting Season Preview: Spain

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2013) Voting Season Preview: The Netherlands

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2013) Voting Season Preview: UK

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2013, février) – 2013 Market IQ France.

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2013, février) 2013 Market IQ: Switzerland.

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2013, juin) – 2013 US proxy season trends and updates.

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS SERVICES (ISS) (2013, mars) – 2013 Voting season preview France.

JENSEN, M.C., MURPHY, K.J., WRUCK, E.G. (2004). Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. European Corporate Governance Institute (ECGI) Finance Working Paper n°44

LANGELIER CLAIRE (2008, décembre) – Que faire des recommandations Afep-Medef sur la rémunération des dirigeants ? Extrait de <http://www.latribune.fr/opinions/20081210trib000320215/que-faire-des-recommandations-afep-medef-sur-la-remuneration-des-dirigeants.html>

LE MONDE (2013, juin) Rémunérations abusives : tour d'horizon des lois européennes. Extrait de http://www.lemonde.fr/economie/article/2013/03/06/remunerations-abusives-tour-d-horizon-des-lois-europeennes_1843229_3234.html

NATIONAL ASSOCIATION OF PENSION FUNDS (NAPF) (2011, novembre) – Corporate Governance Policy and Voting Guidelines. Extrait de http://www.napf.co.uk/PolicyandResearch/DocumentLibrary/~/_media/Policy/Documents/0201_Corporate_Governance_Policy_Voting_Guidelines_Nov_2011_COMPLETE.ashx

PETER HENRY & DUVOISIN PAUL-BENOÎT (2013, février) – Initiative Minder ou contre-projet indirect ? Que voter ? Extrait de <http://cms.unige.ch/droit/cdbf, article n° 864, 26 Février 2013.>

PROXINVEST (2012, décembre) - Publication du quatorzième rapport de Proxinvest « La Rémunération des Dirigeants des sociétés du SBF 120 ». Extrait de <http://www.proxinvest.com/index.php/fr/news/read/208.html> **REGIERUNGSKOMMISSION** (2013, mai) – Deutscher Corporate Governance Kodex. Extrait de http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex_2013/D_CorGov_Endfassung_Mai_2013.pdf

RICHE PASCAL (2012, septembre) – Pourquoi les salaires des dirigeants du CAC 40 ont doublé en dix ans. Extrait de <http://www.rue89.com/rue89-eco/2012/09/03/pourquoi-les-salaires-des-patrons-du-cac-40-ont-double-en-dix-ans-235035?page=2>

SAEZ EMMANUEL (2013, janvier) – Income Inequality: Evidence and Policy Implications. Arrow Lecture, Stanford.

SECURITY EXCHANGE COMMISSION (2011, janvier) - SEC Adopts Rules for Say-on-Pay and Golden Parachute Compensation as Required Under Dodd-Frank Act. Extrait de <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-25.htm>

SECURITY EXCHANGE COMMISSION (2011, juillet) - Implementing Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act — Pending Action. Extrait de <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/dfactivity-upcoming.shtml>

SQUIRE SANDERS (2010, septembre) – Rémunération des dirigeants de sociétés cotées : retour sur la législation applicable. Extrait de http://larevue.ssd.com/Remuneration-des-dirigeants-de-societes-cotees-br-retour-sur-la-legislation-applicable_a1271.html

THE GUARDIAN (2013, mars) – Des bonus qui ne passent plus. Extrait de <http://www.presseurop.eu/fr/content/article/3505701-des-bonus-qui-ne-passent-plus>

UNION EUROPÉENNE (2006, juin) - DIRECTIVE 2006/48/CE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte). Extrait de <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0001:0200:FR:PDF>

UNION EUROPEENNE (2010, décembre) - DIRECTIVE 2010/76/UE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 24 novembre 2010 modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retraités, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération. (CRD III) Extrait de : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:329:0003:003:FR:PDF>

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens de la Directive MIF. Ce document ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Mirova. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Mirova à partir de sources qu'elle estime fiables. Mirova se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Mirova. Mirova ne saurait être tenues responsables de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. **Dans les pays francophones de l'UE**, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 51, avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. **En France** : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.