

Le programme prometteur de Theresa May en matière de gouvernance d'entreprise

Octobre 2016



Camille Noisette
*Analyste ISR, Vote et
Gouvernance*



Hervé Guez
*Directeur de la
Recherche
Investissement
Responsable*

Depuis son arrivée à la tête du gouvernement britannique le 13 juillet dernier, Theresa May multiplie les déclarations sur les sujets de gouvernance d'entreprise lors de ses allocutions publiques, que ce soit au sommet du G20 à Hangzhou début septembre ou, plus récemment, à la conférence annuelle du Parti Conservateur. Elle avait fait part de ses engagements de réforme en matière de gouvernance d'entreprise dès son discours de candidature à la succession de David Cameron le 11 juillet dernier. Posant plusieurs constats sur la situation actuelle en matière de responsabilité des entreprises au Royaume-Uni, elle insiste sur la nécessité de « *changer la façon dont les entreprises sont dirigées* » et propose plusieurs axes d'action, notamment sur les sujets des rémunérations. Le département des Affaires, de l'Innovation et des Compétences (BIS) s'est rapidement saisi du sujet puisqu'il a mis en place un comité chargé d'étudier les propositions formulées par Theresa May et a ouvert une consultation publique mi-septembre.

Plusieurs controverses récentes, que ce soit en France ou au Royaume-Uni, ont en effet mis en lumière l'insuffisance des mécanismes de contrôle des rémunérations mis en place jusqu'à présent et questionnent le phénomène de décorrélation entre rémunération et performance d'une part, et le principe d'équité d'autre part. La vigilance des actionnaires doit donc se renforcer, notamment pour assurer une bonne prise en compte, dans les mécanismes de rémunération, de la création de valeur à long terme. Le sujet de l'équité mérite tout autant d'être adressé par les investisseurs, via par exemple la définition d'une politique de vote adéquate ou d'une stratégie d'engagement forte.

Sur fond de débats souvent passionnés, les investisseurs sont donc aussi amenés à prendre position sur ces sujets du fait de leur responsabilité fiduciaire. Quelles pistes de réflexion le discours de Theresa May propose-t-il ? Quelles réactions a-t-il suscité au sein de la place financière ? Répondre à ces deux questions nous permettra ainsi de mieux comprendre les enjeux et les limites du discours sur les rémunérations des dirigeants aujourd'hui.

SOMMAIRE

Introduction	3
Analyse des enjeux du débat actuel sur les rémunérations	3
Lien entre performance et rémunération	3
Equité des rémunérations	5
Le programme de Theresa May	6
Constats	6
Propositions	6
Conclusion	7
Bilan de l'engagement de Mirova sur le thème des rémunérations	9

*Un sujet de débat
récurrent mais de
plus en plus présent*

Introduction

La cristallisation des débats autour du sujet de la rémunération des dirigeants n'est pas nouvelle. Les scandales comptables successifs des années 2000 qui ont éclaté aux Etats-Unis avaient mis en lumière des pratiques de rémunération jugées défaillantes, tant chez Enron, que chez WorldCom, Fannie Mae ou encore General Electric et lancé les débats autour de l'encadrement des pratiques de rémunération. Le Royaume-Uni s'était d'ailleurs montré pionnier sur le sujet avec l'introduction d'un vote consultatif des actionnaires sur le rapport de rémunération dès 2003. Exigée aux Etats-Unis par la loi Dodd Frank de 2010, la communication du ratio de rémunération du dirigeant par rapport à la rémunération médiane des autres employés s'est finalement concrétisée sous l'impulsion de la Securities and Exchange Commission (SEC) en août 2015. La France, quant à elle, s'engage sur la voie d'un vote contraignant des actionnaires sur les rémunérations avec le projet de loi Sapin 2 adopté début octobre par l'Assemblée Nationale en deuxième lecture. Les attentes de l'opinion publique mais également de certains investisseurs semblent s'être renforcées en parallèle, comme en témoignent les importants taux de contestations exprimés en assemblée générale ce printemps 2016, tant en France (Renault et Alstom) qu'ailleurs (BP au Royaume-Uni).

Analyse des enjeux du débat actuel sur les rémunérations

Le débat sur le sujet des rémunérations recouvre en réalité deux enjeux distincts : celui d'une rémunération décorrelée de la performance d'une part, et celui d'un niveau de rémunération jugé, à tort ou à raison, socialement inacceptable d'autre part.

Lien entre performance et rémunération

Certains scandales récents ont en effet mis en exergue l'absence de lien clair et établi entre rémunération octroyée et performance réalisée, comme chez BP où le salaire du directeur général Bob Dudley a augmenté de 20% entre 2014 et 2015 alors que la société a enregistré une perte record de 6.5 milliards de dollars. De façon plus systémique et à partir de données historiques, certains académiques comme Lucian Bebchuk et Jesse Fried¹ ont également mis en exergue l'absence de lien (voire la décorrélation) entre rémunération et performance, pointant notamment du doigt les défaillances des instruments de rémunérations long-terme basés sur l'attribution d'actions ou d'options. Ces analyses ont été par la suite confirmées par des études menées plus récemment par des acteurs privés et groupes de réflexions. Ainsi, un rapport d'octobre 2014 publié par le High Pay Centre², un think tank anglais non-partisan dédié aux sujets de rémunération, a démontré que l'augmentation de la plupart des éléments de rémunération des dirigeants du FTSE 350 a largement dépassé celle des indicateurs financiers clés de ces entreprises.

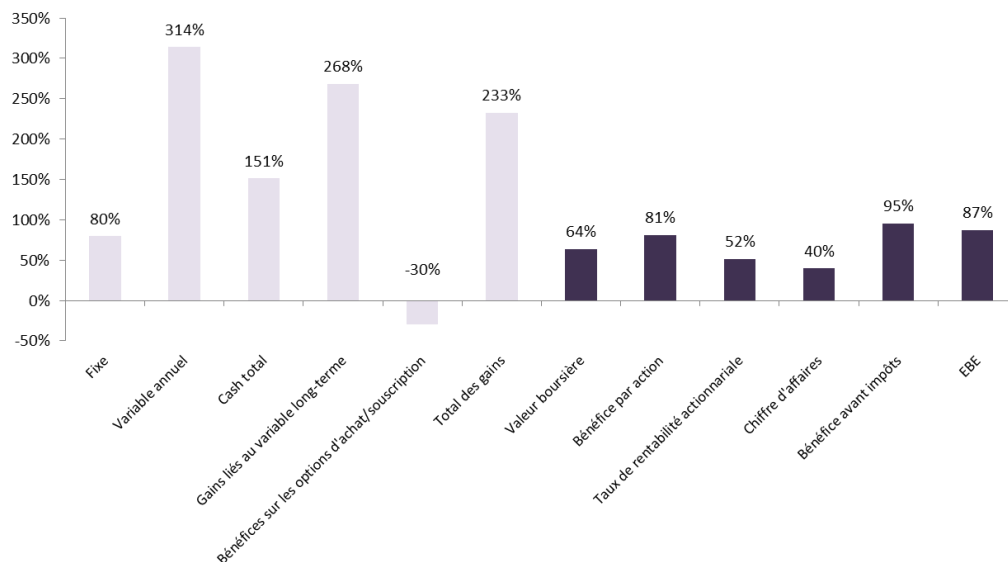
¹ Bebchuk, L. A. and J. M. Fried (2004), *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, MA, Harvard University Press

² High Pay Centre (October 2014), *Executive remuneration in the FTSE 350 – a focus on performance-related pay*

Figure 1

Variation (%) de la rémunération médiane des dirigeants du FTSE 350 et de certains indicateurs d'entreprise

(2000-2013)



Source: d'après Mirova/High Pay Centre.

De la même façon, l'étude récemment publiée par MSCI³ sur le sujet des rémunérations aux Etats-Unis aboutit à des conclusions similaires. Après analyse de 429 grandes sociétés américaines sur la période 2006-2015, il en ressort que les sociétés qui avaient le plus haut niveau cumulé de rémunération pour leur dirigeant étaient celles qui avaient délivré les rendements les moins élevés.

Pour certains académiques⁴, il faut chercher les raisons d'une telle décorrélation entre performance et rémunération dans le recours fréquent des sociétés à des panels de comparaison avec des pairs du secteur, ce qui aurait pour effet de définir le niveau de rémunération en fonction de la taille de l'entreprise et non plus de ses enjeux spécifiques.

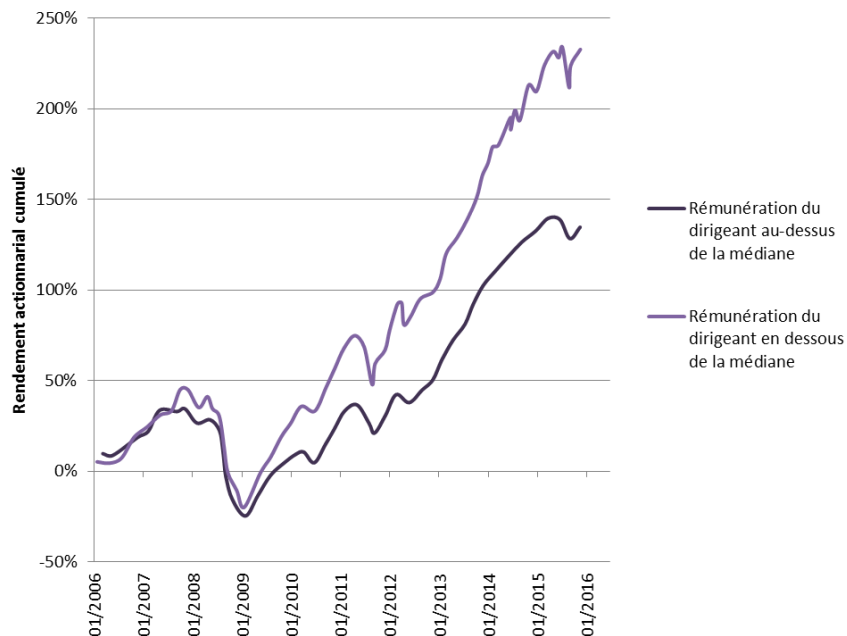
³ Ric Marshall, Linda-Eling Lee (July 2016), *Are CEOs paid for performance? Evaluating the Effectiveness of Equity Incentives*

⁴ Gabaix, X. and A. Landier (2008), *Why Has CEO Pay Increased So Much?*, Quarterly Journal of Economics 123: 49-100.

Figure 2

Comparaison du rendement actionnarial et du positionnement des salaires des dirigeants par rapport à la médiane du secteur

(2006-2016)



Source: d'après Mirova/2016 MSCI ESG Research Inc. Reproduction autorisée.

Équité des rémunérations

D'autres controverses ont plutôt soulevé la question de l'équité et de la limitation des salaires, à l'image de celle provoquée par la rémunération de 70.4 millions de livres au total de Martin Sorell chez WPP au Royaume-Uni, bien que la société affiche des performances largement meilleures que celles de ses concurrents comme Publicis ou Omnicom. Boris Johnson, actuel secrétaire d'État des Affaires étrangères, avait déjà souligné dans une conférence du Parti Conservateur en octobre 2015 que si les dirigeants du FTSE 100 étaient payés vingt-cinq fois plus qu'un employé moyen dans les années 1980, cet écart s'était creusé à cent-trente fois aujourd'hui, des proportions déjà confirmées par une étude de Manifest⁵ en 2012. Le débat était de même nature chez Renault où Carlos Ghosn affiche une rémunération au titre de son mandat de PDG du groupe égale à 7 millions d'euros, montant qui double en intégrant la rémunération touchée au titre de son mandat de dirigeant chez Nissan, amenant le Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise à rappeler que « *la rémunération des dirigeants [...] doit être mesurée, équilibrée, équitable [...]* ».

Les chiffres parlent d'eux-mêmes quand il s'agit de mesurer l'évolution des salaires depuis les années 1990 : ainsi, la rémunération médiane des dirigeants du S&P500 s'élevait à 2.3 millions de dollars en 1992, versus un montant de 7.2 millions de dollars en 2001, les montants se stabilisant à ce niveau depuis les années 2000⁶. Si certains, à l'image de Thomas Piketty,

⁵ Manifest/MM&K Director's Remuneration Survey, 2012

⁶ Carola Frudman & Dirk Jenter (2010), *CEO Compensation*, NBER Working Paper No. 16585

militent en faveur d'une taxation plus importante des hauts revenus pour répondre à l'enjeu de l'accroissement des inégalités, d'autres organisations, telles la SEC, ont préféré explorer la piste d'un ratio de rémunération afin de prévenir les abus et empêcher les scandales des années 2008-2009 de se reproduire via une transparence accrue sur ces sujets. Les études académiques se font cependant encore rares du fait de l'échelle de temps restreinte pour apprécier l'impact d'une telle mesure.

Le programme de Theresa May

Le programme annoncé par Theresa May en matière de gouvernance d'entreprise fait directement écho à ces deux préoccupations.

Constats

Dans son discours de candidature à la succession de David Cameron, Theresa May n'hésite pas à faire des rémunérations un de ses chevaux de bataille en ciblant avec justesse ces deux problématiques distinctes, justifiant l'apparente décorrelation entre performance et rémunération par le fait que « *le FTSE se négocie à peu près au même niveau qu'il y a dix-huit ans* » alors que, « *dans le même temps, les salaires des dirigeants de ces entreprises a plus que triplé* » avant de poursuivre sur le thème de l'équité en ajoutant « *[qu']il existe un écart irrationnel, malsain et croissant entre ce que ces entreprises paient leurs employés et ce qu'elles paient leurs patrons* ».

De façon plus inattendue, Theresa May élargit sa réflexion sur les rémunérations et aborde le sujet plus technique de la composition des conseils d'administration en promettant l'apparition de représentants de salariés au sein de ces organes de gouvernance. En effet, définir une politique de rémunération fait partie des attributions du conseil. En favorisant l'entrée de parties prenantes diverses dans les conseils d'administration on peut s'attendre à ce que le sujet de l'équité soit ainsi mieux appréhendé. La présence des représentants de salariés dans des conseils d'administration au Royaume-Uni avait été fortement encouragée par le rapport Bullock (1977) mais sans jamais s'être concrétisée. La participation des salariés au sein du conseil est une pratique répandue ailleurs en Europe, notamment dans les pays nordiques, en France ou encore en Allemagne. Cela ouvre aujourd'hui clairement la réflexion sur un modèle de gouvernance global très concentré sur une gouvernance actionnariale. Ce discours laisse entendre que le modèle tel qu'il existe aujourd'hui atteint ses limites et appelle à un dépassement pour mieux valoriser la prise en compte des attentes des employés et, plus généralement, de la société civile dans son ensemble.

Propositions

Pour encourager ces évolutions, Theresa May propose donc un plan d'action à plusieurs volets :

- Un renforcement du droit des actionnaires sur les sujets de rémunération, via un vote contraignant sur le rapport des rémunérations ;
- Une exigence de transparence accrue, via notamment la publication d'un ratio de rémunération comparable à celui instauré aux Etats-Unis ;

Le discours de Theresa May porte non seulement sur le sujet de la performance mais également sur celui de l'équité

- Une simplification des structures de rémunération variable, notamment le bonus, de façon à ce que la rémunération des dirigeants soit mieux alignée avec les performances à long-terme des sociétés ;
- Une entrée des représentants de salariés dans les conseils d'administration.

Il est intéressant de noter que les deux dernières recommandations rejoignent celles formulées par l'*Investment Association*, une organisation professionnelle regroupant les acteurs du secteur de la gestion d'actif au Royaume-Uni. Partant du constat selon lequel la rémunération des dirigeants est devenue « *trop complexe* » et « *ne remplit plus son rôle* », l'association a lancé un groupe de travail dédié aux sujets des rémunérations à l'automne 2015 et a publié ses conclusions dans un rapport le 27 juillet dernier⁷. De la même façon, ce sont des sujets mis en avant par le code de gouvernance d'entreprise élaboré par l'AFEP-MEDEF en France.

Conclusion

Mirova ne peut qu'accueillir favorablement de telles propositions, à l'instar de quelques personnalités du monde politique ou financier qui ont uni leur voix à celle de Theresa May.

Ainsi, Fidelity, un des plus grands gérants d'actifs au Royaume-Uni, a déjà exprimé son soutien aux propositions concernant les rémunérations, Dominic Rossi (directeur monde de l'investissement) ayant déclaré qu'« *accroître encore le pouvoir des actionnaires donnera un élan significatif à [leurs] efforts pour mieux aligner les rémunérations des dirigeants avec les intérêts des actionnaires* ». De même, les dix recommandations formulées par l'*Investment Association* insistent sur la nécessité d'une simplification des structures de rémunération et « *d'un meilleur alignement des intérêts entre l'actionnaire, la société et le dirigeant* » comme le rapporte Nigel Wilson, président du groupe de travail. Indéniablement, la vigilance des actionnaires doit se matérialiser de façon plus marquée puisque les mesures mises en place jusqu'à présent pour rétablir le lien entre rémunération et performance (via, par exemple, un vote consultatif sur les rapports de rémunération en assemblée générale) ont échoué. N'ayant pas d'emprise directe sur le processus d'élaboration des politiques de rémunération, les actionnaires peuvent légitimement prétendre à un renforcement de leurs attentes sur ces sujets. A ce titre, Mirova prête une attention particulière à la qualité et la transparence de l'information.

Mais, derrière l'apparent soutien unanime aux propositions de Theresa May, il est intéressant de noter que les positions exprimées par ces acteurs de la place concernent quasi exclusivement le sujet du lien entre performance et rémunération et délaissent celui de l'équité. Nous pensons pour notre part que le thème de l'équité des rémunérations mérite tout autant notre attention : non seulement car le thème des inégalités devient un sujet de préoccupation croissant mais aussi parce que nous pensons que l'équité, en participant à la cohésion au sein de l'entreprise, est également facteur de performance à long terme. Que faire en tant qu'investisseurs ? S'il ne nous appartient pas de nous substituer au législateur, il nous semble important, via notre politique de vote et d'engagement, d'encourager les entreprises à

⁷[Rapport de l'Investment Association](#) (2016)

En tant qu'investisseurs, notre rôle est d'encourager les entreprises à se saisir elle-même de ce thème de la création de valeur et de sa répartition

se saisir elle-même de ce thème de l'équité des rémunérations et, plus largement, de celui de la création de valeur et de sa répartition. Nous encourageons ainsi les entreprises à se doter d'une politique en la matière qui serait établie par le conseil et idéalement approuvée par ses actionnaires et ses salariés (via, par exemple, une meilleure représentation dans les conseils).

Mirova accueille donc favorablement les positions de Theresa May et y voit un encouragement à poursuivre le dialogue déjà amorcé avec les entreprises sur la délicate question de la rémunération des dirigeants qui se trouve au cœur de la réflexion sur le gouvernement d'entreprise.

Bilan de l'engagement de Mirova sur le thème des rémunérations

Politique de vote		Axes d'engagement	
Ligne directrice	Exercice des droits de vote	Enjeu	Initiatives menées
<p>Rémunération de la performance</p> <p>Mirova⁸ s'oppose aux éléments de rémunération soumis au vote des actionnaires en l'absence de transparence suffisante et/ou de lien effectif avec la création de valeur long terme</p> <p>Mirova s'oppose également aux éléments de rémunération soumis au vote si la rémunération des dirigeants n'inclut pas de critères environnementaux et sociaux</p>	<p>Opposition aux résolutions portant sur le thème des rémunérations dans 57% des cas en 2015</p> <p>Opposition aux résolutions de say-on-pay dans 44% des cas en 2015</p> <p>Opposition aux résolutions visant à la mise en place de plans de rémunération long-terme dans 70% des cas en 2015</p>	<p>Rémunération de la performance</p> <p>Promouvoir l'intégration des enjeux de RSE dans les rémunérations des dirigeants et questionner la pertinence des enjeux choisis relativement au secteur d'activité et à la performance extra-financière évaluée par l'entreprise</p> <p>Encourager la corrélation entre rémunération et création de valeur économique, notamment au regard des objectifs annoncés dans le cadre du plan stratégique</p>	<p>119 actions d'engagement individuelles menées avec des entreprises sur le sujet de l'intégration des enjeux RSE dans les structures de gouvernance</p>
<p>Équité des rémunérations</p> <p>Mirova a choisi depuis 2016 de s'opposer aux éléments de rémunération qui ne mettent pas en avant le caractère équitable de la politique globale de rémunération (dirigeants et salariés) et/ou en l'absence de mécanismes de participation des salariés aux résultats de l'entreprise</p>	<p>Opposition aux résolutions de say-on-pay dans 62% des cas sur la période 01/01/2016 au 31/08/2016</p>	<p>Équité des rémunérations</p> <p>Discuter de la prise en compte des autres parties prenantes de l'entreprise dans la définition de la politique de rémunération des dirigeants et encourager la prise en compte du principe d'équité dans l'élaboration de la structure de rémunération des dirigeants et dans la fixation des montants</p> <p>Promouvoir l'intégration de représentants de salariés au sein du conseil et du comité des rémunérations et questionner la façon dont ils se sont exprimés sur la politique de rémunération du/des dirigeant(s)</p>	<p>72 actions d'engagement individuelles menées avec des entreprises sur le sujet de la répartition de la valeur</p>

⁸ [Lien vers la politique de vote Mirova 2016](#)

Avertissement

Document édité par Mirova, agréée par l'Autorité des Marchés Financiers.

Société anonyme au capital de 7 461 327,50 euros

RCS Paris 394 648 216 – Agrément AMF n° GP 02014

21 quai d'Austerlitz – 75013 Paris

Mirova est une filiale de Natixis Asset Management

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Mirova exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Ce Document est un document non contractuel à caractère purement informatif. Les informations qu'il contient sont la propriété de Mirova. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable et écrit de Mirova. De même, toute reproduction, même partielle, est interdite sans l'accord préalable et écrit de Mirova. La distribution, possession ou la remise de ce Document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce Document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer.

L'information contenue dans ce Document est fondée sur les circonstances, intentions et orientations actuelles et peuvent être amenées à être modifiées. Mirova ne porte aucune responsabilité concernant les descriptions et résumés figurant dans ce Document. Mirova ne s'engage en aucune manière à garantir la validité, l'exactitude, la pérennité ou l'exhaustivité de l'information mentionnée ou induite dans ce Document ou toute autre information fournie en rapport avec le Fonds. Aussi, Mirova n'assume aucune responsabilité pour toutes les informations, quelle qu'en soit la forme, contenues, mentionnées ou induites, dans ce Document ou en cas d'éventuelles omissions. Toutes les informations financières notamment sur les prix, marges ou rentabilités sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment, notamment en fonction des conditions de marché. Mirova se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Mirova, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence, les fonds qu'elle gère ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce Document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Par ailleurs, la remise de ce Document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Remarques additionnelles

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par NGAM S.A ou sa filiale NGAM Distribution. 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. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse Le présent document est fourni par NGAM, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management S.A., la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Global Asset Management, incluant Natixis Asset Management, mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Mirova

Responsible Investing

 **Visit us:**
www.mirova.com

Follow us:
 [@Mirova_RI](https://twitter.com/Mirova_RI)  [Mirova profile](#)



Mirova
Responsible Investing

MIROVA

Mirova is a subsidiary of Natixis Asset Management
Limited liability company - Share capital € 7 461 327, 50
Regulated by AMF under n°GP 02-014
RCS Paris n°394 648 216
Registered Office: 21 quai d'Austerlitz - 75 013 Paris

NATIXIS ASSET MANAGEMENT

Limited Company - Share Capital: €50 434 604,76
Regulated by AMF: GP 90-009
RCS Paris n°329 450 738
Registered Office: 21 quai d'Austerlitz - 75634 Paris