

## Rémunération des dirigeants : quelle régulation ?

Sujet polémique s'il en est, amplifié par le contexte de crise actuelle, la rémunération perçue par les dirigeants demeure au cœur de nombreuses réflexions et suscite plus que jamais bon nombre d'interrogations. Alors même que c'est en France et aujourd'hui que la transparence sur les rémunérations des dirigeants est la plus importante, jamais ces dernières n'ont fait l'objet de telles contestations. Comment expliquer l'indignation sociale liée à certains montants perçus par des dirigeants, indignation en revanche totalement inexistante à l'égard de sommes plus importantes encore versées à d'autres professionnels ? Comment aussi éviter les méfaits de rémunérations excessives tout en maintenant des montants suffisamment motivants pour garantir à la tête de nos sociétés des dirigeants performants ? Tout est question de régulation. Mais entre fantasme et réalité, l'écart est important et la part des choses mérite d'être faite. Et si, au-delà de sanctions pénales prononcées du fait de rémunérations excessives, il ne serait pas davantage opportun de procéder à une refonte complète du statut du dirigeant ?

### > Les rémunérations des dirigeants : qui ? quoi ? combien ?

par Jean-Pierre BOISIVON p. 53

### > Pour un nouveau statut des dirigeants de sociétés

par Jean-Marc ALBIOL  
et Pierre TODOROV p. 57

### > Les sanctions pénales de la rémunération excessive du dirigeant social

par Yvonne MULLER-LAGARDE p. 61

Par Jean-Pierre  
BOISIVON

Professeur émérite  
d'économie à l'Université  
Panthéon-Assas - Paris II  
Membre du **Cercle**  
de l'entreprise

## Les rémunérations des dirigeants : qui ? quoi ? combien ?

*Depuis plusieurs années, évoquer le sujet de la rémunération des dirigeants, c'est, pour beaucoup, parler des rémunérations de tous les superlatifs. Il est vrai que trop d'affaires ont démontré les dévoiements d'un système que l'on cherche aujourd'hui à moraliser. Mais, dans bien des cas, l'exagération n'est-elle pas, précisément, celle de l'opinion publique souvent mal informée ? Le point avec un économiste qui remet les pendules à l'heure et cible là où ça va vraiment mal.*

La plupart du temps, les patrons sont mis en cause à propos de leurs rémunérations à l'occasion de la révélation de situations particulières, dans la majorité des cas associées aux conditions de leur départ de l'entreprise. On

a ainsi connu les indemnités de départ de Philippe Jaffré, de Pierre Bilger (qui y a renoncé), celles de Noël Forgeard associées à sa clause de non-concurrence, la retraite chapeau de Daniel Bernard. Le jugement déboutant en première instance Antoine Zacharias de sa demande faramineuse de 81 millions d'euros de dommages et intérêts alors qu'il avait déjà perçu 12,9 millions au titre de ses indemnités de départ était-il à peine rendu, fin mai 2008, que les indemnités de Patricia Russo défrayaient la chronique. Il a fallu les circonstances exceptionnelles de la crise bancaire et de l'intervention des États pour que le mouvement s'arrête et que des limites soient posées. Mais, se demande M. Toulemonde, pour combien de temps ?

Car, sur ce sujet, le divorce paraît consommé entre l'opinion et les dirigeants.

C'est une situation qui est préjudiciable à toutes les parties prenantes : aucune société ne peut vivre sans dommage une telle rupture entre ses élites économiques et le corps social. Pour autant, le contentieux est profond car, s'il a jusqu'à présent surgi à l'occasion d'« affaires », il se pose, aux yeux de l'opinion, dans les mêmes termes pour les rémunérations de « croisière » dont le niveau lui est proprement inacceptable. Mais l'indignation, même légitime, ne peut justifier et encore moins se nourrir d'inexactitudes et d'amalgames. Avant toute analyse sur le fond, il est donc nécessaire de rétablir la réalité des faits en répondant à trois questions : qui ? quoi ? combien ?

### QUI EST CONCERNÉ ?

Si l'on s'intéresse à ceux qui sont concernés, on est conduit à constater que les

niveaux de rémunération qui défrayent la chronique n'existent que pour un très petit nombre de patrons. Il s'agit, en fait, des dirigeants des grandes entreprises mondialisées inscrites au CAC 40. En effet, il existe en France plus d'un million d'entreprises ayant au moins un salarié. Or, la rémunération moyenne de leurs dirigeants s'établit autour de 50 000 euros par an. Si l'on restreint fortement l'échantillon en ne considérant que les 250 sociétés qui constituent le SBF 250, on monte à 700 000 euros par an. On est loin des millions d'euros des dirigeants du CAC 40. Et encore, même ceux-là ne sont pas tous logés à la même enseigne : l'écart est considérable (il peut aller de 1 à 5, voire au-delà) entre ceux qui dirigent une entreprise relevant du secteur public et les autres. Lorsqu'il était président de *France Telecom*, Michel Bon, privé de stock-options et nanti d'un salaire de base médiocre mesuré à l'aune de celui de ses confrères, se trouvait être à la fois le président d'une des toutes premières entreprises du CAC 40 et le moins bien payé parmi ses pairs.

## DE QUOI PARLE-T-ON ?

La rémunération des dirigeants comporte plusieurs composantes qui ne peuvent pas être mises sur le même plan car elles participent de logiques différentes et sont perçues dans des conditions non comparables. De manière un peu brutale, on peut considérer que la rémunération *stricto sensu* comprend le salaire et l'attribution de stock-options (ou d'actions gratuites) et que les indemnités de départ et les retraites chapeaux relèvent d'une autre analyse.

### Le salaire

Le montant du salaire qui est arrêté chaque année par le conseil comprend lui-même deux parts. Une part fixe qui est versée quoi qu'il advienne et une part variable qui est soumise à la réalisation d'objectifs déterminés au préalable. La part variable théorique maximum (celle qui serait perçue si les objectifs étaient atteints à 100 %), ou bonus, représente en général au moins l'équivalent de la part fixe et fréquemment plus que la part fixe elle-même. En moyenne, en 2007, pour l'ensemble des dirigeants du CAC 40, la part variable effectivement perçue a représenté un peu plus de la moitié (55 %) du salaire total.

### Les stock-options

Le principe des stock-options est simple même si leurs modalités de mise en œuvre et leur régime fiscal sont devenus

complexes et ont beaucoup varié ces dernières années (encore récemment avec l'amendement dit Balladur – [L. n° 2006-1770, 30 déc 2006] qui oblige les conseils à définir à l'avance un quota de stock-options ou d'actions issues d'options que les dirigeants seront tenus de conserver pendant toute la durée de leur mandat).

Le bénéficiaire de stocks-options reçoit la possibilité, pendant un certain délai, d'acquiescer un nombre déterminé d'actions de la société à un prix fixé à l'avance qui, dans la pratique, est le cours coté au moment où se décide l'attribution. Le bénéficiaire se trouve donc dans une position confortable : si le cours monte, il lève ses options et réalise un bénéfice, après revente, directement proportionnel à la hausse du cours ; si le cours stagne ou baisse, il ne lève pas ses options et est à l'abri de toute perte.

Au début des années quatre-vingt-dix, les stock-options ont permis aux *start-up* d'attirer les cadres confirmés dont elles avaient besoin pour poursuivre leur développement, mais qu'elles ne pouvaient pas rémunérer au niveau auquel ils étaient payés dans les grandes entreprises qui les employaient. Ceux-ci acceptaient une réduction parfois très significative de leur salaire annuel en échange de la perspective de faire fortune si la *start-up* prospérait. Puis les stock-options ont été utilisées par les grandes entreprises cotées pour faire converger les intérêts à long terme de leurs dirigeants avec ceux de leurs actionnaires par l'intermédiaire de l'évolution du cours de bourse. Même si, à la suite d'un certain nombre de scandales, le système est aujourd'hui discuté aux États-Unis et en Grande-Bretagne, il continue de représenter un élément central de la politique de rémunération des dirigeants, notamment en France où 33 des 40 sociétés du CAC 40 ont accordé à leurs dirigeants en 2006 des plans de souscription ou d'achat d'actions. Selon le rapport de l'Assemblée nationale de décembre 2003 sur la réforme du droit des sociétés, c'est également en France que la part des stock-options dans la rémunération totale est la plus élevée. Faut-il s'en étonner dans un pays où le poids total des prélèvements fiscaux et sociaux sur les salaires interdit de fait à un haut dirigeant d'accumuler un patrimoine à un coût non prohibitif pour son employeur ? Les stock-options représentent l'instrument qui a permis, pour la première fois en France, à une génération de managers salariés de se retirer

fortune faite parce qu'elle avait fait celle de leurs actionnaires.

Les critiques à l'égard des stock-options se nourrissent à deux sources. L'une, théorique, met en doute la relation entre les performances des entreprises et l'attribution de stock-options à leurs dirigeants dans la mesure où l'évolution du cours de bourse de l'action dépend au moins autant de causes externes à l'entreprise que de l'action de ses dirigeants. L'autre pose brutalement la question de savoir si l'attribution de plans d'options représentant, singulièrement aux États-Unis, des montants parfois considérables ne contribue pas à faire franchir la ligne rouge à certains dirigeants. Les dirigeants d'*Enron* auraient-ils manipulé leur comptes si l'enjeu personnel, à travers leurs stock-options, n'avaient pas représenté des centaines de millions de dollars ? Des dirigeants se seraient-ils exposés au risque d'antidater certaines attributions d'actions pour bénéficier d'un prix d'exercice inférieur ? Plusieurs plaintes ont été déposées pour ce motif en 2006 par des actionnaires américains visant une soixantaine de sociétés pour la plupart implantées dans la Silicon Valley. La France a jusqu'à présent été épargnée. La seule affaire pour laquelle un délit d'initié est suspecté concernerait les anciens dirigeants d'*EADS* et d'*Airbus*, mais elle est toujours au stade de l'instruction et n'a fait pour l'instant l'objet d'aucune décision de justice.

### Les indemnités de départ

Elles font évidemment parties du *package* global, mais elles ne participent pas de la rémunération proprement dite puisqu'elles n'apparaissent que lorsqu'il y a rupture ou cessation d'activité. Pour autant, ce sont elles qui ont le plus choqué l'opinion par leur montant et par ce qui est souvent apparu, s'agissant des indemnités de départ, comme une absence de cause si ce n'est une prime à l'échec.

Les indemnités de départ accordées au président représentent en effet fréquemment 2 voire 3 années de salaire global, la part variable étant prise en compte pour son montant maximal, celui qui serait atteint si les objectifs étaient réalisés à 100 %. On assistait alors à un spectacle peu édifiant : celui d'un patron révoqué par son conseil pour cause d'échec qui quittait l'entreprise qu'il a mise à mal avec un chèque de plusieurs millions d'euros. C'était proprement inacceptable et la loi y a mis bon ordre : elle soumet aujourd'hui l'attribution et

le versement d'indemnités de départ à des conditions de performance. Pour autant, elle ne les interdit pas car n'oublions pas que l'échec n'est pas la seule cause du départ contraint d'un dirigeant. Paradoxalement, le succès peut, lui aussi, représenter une cause de départ quand l'entreprise qui réussit suscite des convoitises et fait l'objet d'une prise de contrôle hostile. Dans ce cas, la protection des dirigeants en place est tout à fait légitime, surtout quand ils peuvent justifier d'une longue carrière dans l'entreprise.

### Les garanties de retraite

Les retraites dites « *chapeau* », c'est-à-dire celles qui s'ajoutent aux retraites de droit commun pour garantir un niveau de revenu fixé en général en pourcentage du salaire d'activité, participent d'une logique tout à fait différente et ne représentent ni une alternative aux indemnités de départ, ni une façon de tourner les règles les régissant. Dans la majorité des cas, elles ne sont qu'une extension des systèmes de garantie des retraites mis en place par les entreprises et bénéficiant à l'ensemble des cadres dirigeants.

### DE QUELS MONTANTS PARLE-T-ON ?

Dans ce domaine, on est en pleine approximation du fait notamment de la comptabilisation des stock-options. Un magazine réputé sérieux, conscient de la difficulté, titrait en mai 2008 sur le « *revenu* » des patrons en 2007 mais présentait en fait son article comme s'il s'agissait des rémunérations perçues en 2007, ce qui conduisait à afficher une augmentation de 58 % par rapport à 2006 quand le salaire du salarié ordinaire, de son côté, avait progressé de 3 %. La messe était presque dite.

### Les salaires

Les salaires des dirigeants du CAC 40 se sont élevés, en moyenne, en 2007 (dernière année connue) à 2 130 000 euros : 960 000 euros au titre du salaire fixe et 1 170 000 euros au titre de la part variable. C'est le point d'aboutissement d'un processus de rattrapage qui a débuté il y a une quinzaine d'années et qui s'est traduit par une forte progression des salaires pendant cette période. En effet, un nombre important des entreprises du CAC 40 appartenaient au secteur public au milieu des années quatre-vingt et la rémunération de leurs dirigeants était davantage comparable à celle des hauts cadres de la fonction publique qu'à celle de leurs homologues étrangers.

Aujourd'hui, l'écart a été comblé et les salaires des patrons français se situent dans la norme européenne tout en restant inférieurs à ceux des dirigeants anglais et allemands qui avoisinent la zone des 3 millions d'euros, et surtout des patrons américains qui, en moyenne, pour les 500 premières entreprises américaines, s'élèvent à 100 millions d'euros. Les entreprises européennes présentes aux États-Unis vivent au quotidien la situation paradoxale d'un encadrement supérieur de leur filiale américaine mieux rémunéré que le patron de la maison mère. Mais, dans tous ces pays, la légitimité de tels niveaux de salaire est contestée et les assemblées d'actionnaires sont de plus en plus houleuses.

Aujourd'hui, les salaires sont sur la place publique et la France fait partie des pays qui assurent la plus grande transparence lorsqu'il s'agit de la rémunération des dirigeants. Celle-ci n'a pourtant pas contri-

*« En retenant le bénéfice de cession, on s'expose (...) soit à amplifier, soit à minorer, l'impact des stock-options sur la rémunération annuelle (...) ».*

bué à la modération comme on aurait pu en attendre. Au contraire, certains considèrent que la connaissance du salaire du voisin a instauré une sorte d'échelle de perroquet qui, par effet d'imitation, a alimenté la hausse. C'est une explication un peu simpliste dans la mesure où les comités de rémunération ne travaillent pas à l'aveugle : leurs membres sont en général membres de conseils d'autres sociétés et savent donc ce qui s'y passe et ils bénéficient des analyses que leur soumettent des cabinets spécialisés qui ont une connaissance générale des rémunérations des dirigeants.

### Les stock-options

La plus grande confusion règne sur l'évaluation des stock-options et sur la place qu'elles occupent dans la rémunération globale. En effet, ce qui est souvent présenté dans les médias correspond aux gains sur options, c'est-à-dire au bénéfice réalisé une année donnée à l'occasion de la cession des actions souscrites dans le cadre de plans d'attribution d'actions accordés antérieurement. Cette méthode n'est pas recevable. Car les

cessions intervenues une année peuvent représenter le cumul de plusieurs plans d'attribution annuels, singulièrement les années où l'évolution des cours a été favorable dans la mesure où leur détenteur choisit cette opportunité pour céder ses actions. Or, c'est la situation qui s'est présentée au premier semestre 2007 et il n'y a pas à s'étonner que cette année se soit révélée faste pour ceux qui ont pris cette décision.

Dans ces conditions, le montant des bénéfices réalisés peut effectivement donner le vertige. Pierre Verluca, champion toute catégorie en 2007, a réalisé un gain de 17,2 millions d'euros équivalent à près de 20 ans de son salaire, alors que *Vallourec* est un « *petit* » du CAC 40 et que le nombre d'actions cédées, 76 000, n'a rien d'astronomique. Mais les actions qu'il a vendues sont issues de plans d'attribution accordés plusieurs années auparavant quand l'action *Vallourec* valait moins de 12 euros alors qu'elle cotait plus de 230 euros en juin 2007. À l'opposé, on en parle moins, les options accordées les années de haute conjoncture boursière peuvent voir leur valeur ramenée à zéro si l'évolution des cours est moins favorable. C'est aujourd'hui le sort le plus commun des stock-options accordées en 2007 et si Pierre Verluca réalisait ses options aujourd'hui, en décembre 2008, il le ferait à un cours trois fois moins élevé qu'en juin 2007 et le bénéfice tiré de l'opération ne serait évidemment plus le même. En retenant le bénéfice de cession, on s'expose donc, soit à amplifier, soit à minorer, l'impact des stock-options sur la rémunération annuelle, un peu comme si on intégrait au salaire annuel la plus-value réalisée à l'occasion de la cession d'un bien immobilier acheté depuis plusieurs années.

La seule référence recevable est la valeur des options telle qu'elle peut être estimée l'année de leur attribution. Les normes comptables IFRS font obligation à la société de la déterminer et elle est certifiée par les commissaires aux comptes. Elle est calculée par des méthodes mathématiques, le plus souvent le modèle de Black et Scholes, à l'image des modèles de valorisation utilisés pour les options négociées sur des marchés. Mais il ne s'agit que d'une estimation du gain futur susceptible d'être réalisé. Celui-ci, selon l'évolution des cours, peut être ramené à zéro ou, à l'inverse, se révéler beaucoup plus important. Mais c'est la seule façon pour le conseil d'apprécier, au moment où il l'accorde, l'avantage attribué aux bénéfici-

ciaires. Au moment où le conseil de *Val-lourec* attribuait ses options à Pierre Verluca, il raisonnait dans ce cadre et rien ne permettait de prévoir que le cours de l'action s'apprécierait de plus de 1 000 %.

### Les garanties de retraite

Le principe n'est pas nouveau et ne joue pas au seul bénéfice des dirigeants. De nombreuses entreprises privées l'avaient mis en place depuis des lustres pour pallier les inconvénients résultant du plafonnement des cotisations aux régimes de retraite obligatoires qui conduisait à des taux de remplacement très faibles pour les cadres supérieurs. Pour autant, s'agissant des patrons du CAC 40, les montants atteints peuvent scandaliser – ou faire rêver... – dans la mesure où la garantie s'exprime en pourcentage des salaires et que ceux-ci sont eux-mêmes élevés. Mais les montants rapportés par les médias introduisent fréquemment une confusion entre ce qui sera effectivement versé chaque année à l'intéressé lorsqu'il cessera son activité et le montant du capital qu'il serait nécessaire de constituer pour servir cette retraite. En d'autres termes, Daniel Bernard président de *Carrefour*, dont le cas a fait scandale, n'est pas « parti », comme on l'a souvent écrit, avec un chèque d'une trentaine de millions d'euros, mais il percevra une rente annuelle qui, compte tenu de son âge et de son espérance de vie, correspond à un capital d'une trentaine de millions d'euros. Cette somme a fait l'objet d'une provision dans les comptes de *Carrefour* ou a été transférée à une compagnie d'assurance chargée de payer la rente, mais Daniel Bernard n'en a ni la disposition ni la capacité de la trans-

mettre à des tiers, notamment à ses héritiers.

### EXCESSIVES, LES RÉMUNÉRATIONS DES DIRIGEANTS ?

Aujourd'hui, singulièrement depuis l'adoption du Code de bonne gouvernance AFEP-MEDEF d'octobre 2008 qui est venu renforcer les textes antérieurs et qui a été mis en application par toutes les entreprises du CAC 40, les différents éléments de la rémunération, s'ils continuent pour l'essentiel de relever de la responsabilité des conseils, sont soumis à des conditions strictes, notamment de performance. C'est le cas des

*« S'agissant des grandes sociétés, la notion de "rémunération excessive" est en fait assez subjective : elle relève davantage de l'acceptabilité sociale que de la capacité de l'entreprise ».*

indemnités de départ qui, de surcroît, sont plafonnées à deux ans de salaire, comme sont également limitées les garanties de retraite qui peuvent être accordées par le conseil. Disposition très importante, la nomination comme mandataire social (président, président et directeur général ou directeur général pour les SA à conseil d'administration, président du directoire ou directeur général unique pour les SA à directoire et conseil de surveillance, ou

encore gérant pour les sociétés en commandite par actions) entraîne la rupture du contrat de travail et les mandataires sociaux du CAC 40 ont, cet automne, donné leur démission de salarié. La France est ainsi le pays qui assure la plus grande transparence en ce qui concerne la rémunération des dirigeants des sociétés cotées.

Néanmoins, quel que soit le soin que l'on apporte à clarifier les rémunérations des patrons, force est d'admettre que celles-ci ne sont pas acceptées par la société et on ne prend pas grand risque de se tromper en affirmant que s'ils décidaient, dans le cadre d'un holocauste collectif, de les réduire de moitié ou des trois quarts, elles ne le seraient pas davantage. S'agissant des grandes sociétés, la notion de « rémunération excessive » est en fait assez subjective : elle relève davantage de l'acceptabilité sociale que de la capacité de l'entreprise.

Alors pourquoi ? La question mérite d'autant plus d'être posée que d'autres professionnels bénéficient de niveaux de rémunération comparables ou plus élevés sans que l'opinion s'en émeuve alors même que leur utilité sociale ne peut pas être considérée comme relevant d'un ordre supérieur. Pourquoi la société admet-elle qu'un sportif, un acteur de cinéma, un animateur de plateaux de télévision, un avocat d'affaires ou un architecte puisse tirer chaque année de son activité des millions d'euros, quand elle le refuse à des dirigeants d'entreprise qui emploient et sont responsables de dizaines ou de centaines de milliers de salariés ? ♦