

**PRISE DE POSITION N° 5**

*Mars 2010*

**LE VOTE CONSULTATIF  
SUR LA RÉMUNÉRATION  
DES DIRIGEANTS  
(*SAY ON PAY*)**

**UN PAS EN AVANT  
VERS UNE MEILLEURE  
GOUVERNANCE ?**

INSTITUT SUR LA GOUVERNANCE D'ORGANISATIONS PRIVÉES ET PUBLIQUES

3000, chemin de la Côte-Sainte-Catherine

Montréal (Québec) H3T 2A7

Téléphone : 514 340-6483

Site Web : [www.igopp.org](http://www.igopp.org)

Dépôt légal – Mars 2010

Bibliothèque nationale du Québec

Bibliothèque nationale du Canada

ISBN 978-2-9810410-7-4

Ce document est disponible gratuitement sur le site [www.igopp.org](http://www.igopp.org)

La reproduction d'extraits est autorisée à des fins non commerciales avec mention de la source.

Toute reproduction partielle doit être fidèle au texte utilisé.

# TABLE DES MATIÈRES

À PROPOS DE L'IGOPP	4
CONSEIL D'ADMINISTRATION DE L'IGOPP	5
MOT DU PRÉSIDENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE L'IGOPP	6
<b>CONTEXTE</b>	<b>7</b>
LE DÉBAT SUR LA RÉNUMÉRATION DES DIRIGEANTS : UN BREF RAPPEL	8
UNE (TROP?) ABONDANTE INFORMATION SUR LES RÉMUNÉRATIONS	10
VOTER CONTRE LES MEMBRES DU CONSEIL	12
LES MESURES EN PLACE SONT-ELLES SUFFISANTES POUR RÉGIR LES RÉMUNÉRATIONS?	12
<b>L'EXPÉRIENCE DU VOTE CONSULTATIF DES ACTIONNAIRES SUR LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS (SAY ON PAY) DANS D'AUTRES JURIDICTIONS</b>	<b>14</b>
L'EXPÉRIENCE BRITANNIQUE	15
L'EXPÉRIENCE AMÉRICAINE	17
L'EXPÉRIENCE CANADIENNE	19
<b>LES ENJEUX</b>	<b>21</b>
LA RESPONSABILITÉ FIDUCIAIRE DES CONSEILS	21
APPRÉCIER ET RÉMUNÉRER LE TRAVAIL DES DIRIGEANTS	23
DÉMARCHE VERSUS SUBSTANCE DE LA RÉMUNÉRATION	24
DIALOGUE AVEC LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	24
<b>LA POSITION DE L'IGOPP</b>	<b>26</b>
ARGUMENTS FAVORABLES AU VOTE CONSULTATIF	26
ARGUMENTS DÉFAVORABLES	27
<b>CONCLUSION</b>	<b>29</b>

## À PROPOS DE L'IGOPP

Fruit d'une initiative conjointe des deux établissements universitaires, HEC Montréal et l'Université Concordia (École de gestion John-Molson), l'Institut a pour objectif d'être un centre d'excellence au Canada et à l'étranger en matière de recherche et de formation sur la gouvernance ainsi qu'un centre d'études sur les meilleures pratiques dans le fonctionnement du conseil d'administration et de la haute direction des organisations.

Par ses contributions originales l'IGOPP entend devenir un **organisme de référence sur les enjeux de gouvernance** incontournable au Québec, important au Canada et émergent sur la scène internationale. Les activités de l'Institut sont concentrées principalement dans les quatre domaines suivants : la **recherche**, la **formation**, la **prise de position** et la **diffusion des connaissances**.

Pour alimenter le débat sur les grands enjeux de la gouvernance, le conseil et la direction de l'IGOPP participent activement à la réflexion publique. Depuis sa création en 2005, l'IGOPP a formulé **cinq prises de positions** fondées sur des travaux rigoureux de recherche et a créé **trois groupes de travail**.

# CONSEIL D'ADMINISTRATION DE L'IGOPP



**YVAN ALLAIRE,**  
Ph. D. (MIT), MSRC  
Président du conseil  
d'administration  
Institut sur la gouvernance  
d'organisations privées et publiques  
(IGOPP)



**MONIQUE LEFEBVRE,**  
Ph. D.  
Psychologue en coaching  
exécutif et administratrice  
de sociétés



**JACQUES NANTEL**  
Secrétaire général  
HEC Montréal



**HÉLÈNE DESMARAIS**  
Présidente du conseil  
d'administration  
et chef de la direction  
Centre d'entreprises et d'innovation  
de Montréal (CEIM)



**MICHEL L. MAGNAN,**  
Ph. D., FCA  
Professeur et titulaire de la  
chaire de comptabilité Lawrence  
Bloomberg  
École de gestion, John-Molson,  
Université Concordia



**PETER O'BRIEN**  
Administrateur  
en résidence  
École de gestion John Molson  
Université Concordia



**PAULE DORÉ**  
Administratrice de sociétés



**ANDREW MOLSON**  
Vice-président du conseil  
Groupe conseil RES PUBLICA



**ROBERT PARIZEAU**  
Président du conseil  
d'administration  
AON Parizeau



**STEPHEN JARISLOWSKY**  
Président du conseil  
d'administration  
et chef de la direction  
Jarislowsky Fraser Limitée



**LOUIS MORISSET**  
Surintendant des marchés  
de valeurs  
Autorité des marchés financiers



**GUYLAINE SAUCIER**  
Administratrice  
de société



**CLAUDE LAMOUREUX**  
Administrateur de sociétés  
Ex-président  
et chef de la direction  
Régime de retraite des enseignantes  
et des enseignants de l'Ontario



**MICHEL NADEAU**  
Directeur général  
Institut sur la gouvernance  
d'organisations privées  
et publiques (IGOPP)



**SEBASTIAN VAN BERKOM**  
Président  
et chef de la direction  
Van Berkom et Associés

## MOT DU PRÉSIDENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE L'IGOPP

À la suite d'échanges fructueux, cette prise de position fut adoptée par la majorité des membres du conseil de l'IGOPP, trois membres s'étant abstenus. (De plus, M. Louis Morisset s'est abstenu en raison des fonctions qu'il occupe au sein de l'Autorité des marchés financiers du Québec).



**Yvan Allaire**, Ph. D. (MIT), MSRC

## CONTEXTE

DEPUIS LES SCANDALES ENRON, WORLD COM ET LES AUTRES EN 2001 ET 2002, LA rémunération des dirigeants, jugée en partie responsable de ces fiascos, est devenue la pierre d'achoppement de la gouvernance, un véritable nœud gordien qu'on n'arrive pas à démêler. L'enjeu est complexe, dit-on, mais cet argument ne fait qu'exacerber la frustration des investisseurs et, éventuellement, du grand public envers des rémunérations qui apparaissent extravagantes et non méritées dans trop de cas.

À nouveau, en 2007–2008, les rémunérations dans le secteur financier furent, selon les gens qui connaissent bien ce milieu, l'une des causes de l'effondrement du système financier. La réaction populaire se fit dangereusement virulente, à tel point que les leaders politiques américains et européens cherchèrent des moyens d'imposer des limites et des contrôles aux rémunérations dans ce secteur. Sauf pour les entreprises ayant reçu une aide directe de l'État, les propositions de réglementation ou de contrôle sont mortes-nées.

Or, en 2009, l'octroi de primes considérables à certains dirigeants d'institutions financières, au lendemain d'une crise dont les payeurs de taxe américains et européens firent les frais, enflamma derechef l'opinion publique. Les politiciens, sentant le vent démocratique, se mirent à jongler avec des mesures plus radicales pour encadrer les agissements de leurs institutions financières.

Toutefois, si la colère est palpable, si la gente politique sent le besoin de calmer la fureur de leurs électeurs, aucune façon de le faire ne fait consensus. Ce qui semble faire consensus dans l'opinion publique, c'est que les conseils d'administration auraient failli à leur devoir fiduciaire et seraient grandement responsables des dérives de rémunération. Pour cette raison, parmi le train de mesures envisagées au cours des années, la proposition de donner aux actionnaires un vote consultatif sur les rémunérations des dirigeants gagne une certaine popularité. Cette mesure pourrait peut-être, de guerre lasse, forcer les conseils d'administration à faire montre de plus de diligence et de retenue dans l'établissement des rémunérations des dirigeants. Cette mesure soulève plusieurs enjeux cependant.

Bien que les institutions financières canadiennes soient sorties indemnes de cette crise et n'aient pas eu recours au support des contribuables canadiens, elles n'ont pas échappé à la mauvaise humeur générale à l'égard des rémunérations de leurs dirigeants.

## LE DÉBAT SUR LA RÉNUMÉRATION DES DIRIGEANTS : UN BREF RAPPEL

Comment en sommes-nous arrivés à ces hautes rémunérations et pourquoi les investisseurs institutionnels et autres ont-ils développé un tel désenchantement avec les décisions des conseils en ce domaine ?

Tout au cours des années 1980, la vague des *leveraged buy-outs* (*LBO*) s'appuyait sur la notion que les conseils d'administration étaient inefficaces à produire de la valeur pour les actionnaires. Une des raisons invoquées pour expliquer cette prétendue inefficacité tenait au faible lien entre la rémunération des dirigeants et la valeur économique créée par ces dirigeants. (Jensen, 1989)

En effet, selon les modes de rémunération qui avaient cours à l'époque, les dirigeants ne recevaient qu'une infime partie de la valeur créée par l'augmentation du prix de l'action de la société. La même société, une fois privatisée, était dotée de systèmes de rémunération calibrés de façon à motiver la direction à produire le maximum de valeur économique.

Le succès indéniable de certaines de ces opérations de *LBO* fit conclure qu'il serait avantageux pour les investisseurs de changer la forme de rémunération des dirigeants afin de les inciter à créer une « valeur maximale pour les actionnaires ». La façon la plus facile et la plus directe d'atteindre cet objectif semblait l'octroi d'options sur le titre de la société en nombre suffisant pour que les dirigeants en tirent fortune au gré de l'augmentation du prix de l'action.

Les investisseurs institutionnels appuyaient cette forme de rémunération, en faisaient même la promotion. Enfin, croyait-on, les dirigeants des sociétés cotées en Bourse n'auraient qu'un seul objectif : faire augmenter le prix de l'action, qu'une seule partie prenante : les actionnaires.

Les conseils d'administration, rassurés par les avis des conseillers externes, séduits par les avantages comptables et fiscaux de cette forme de rémunération, persuadés qu'ils agissaient ainsi dans l'intérêt des actionnaires, adoptèrent de généreux programmes d'octroi d'options ainsi que d'astucieux programmes de bonification, de régimes de retraite, de « parachutes dorés », etc.

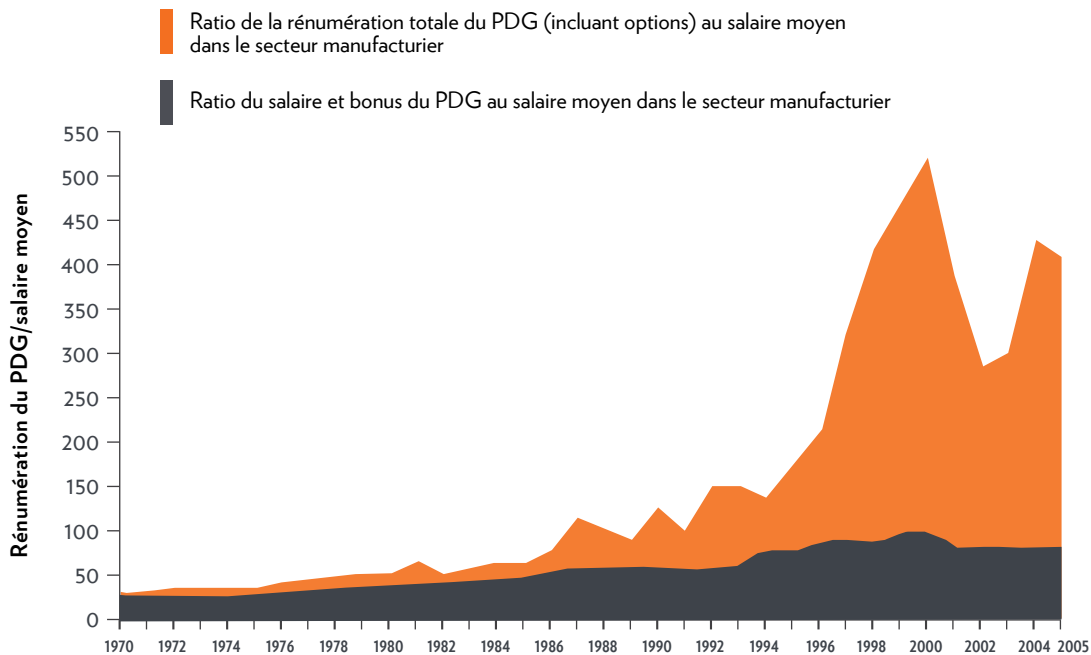
Les conseils d'administration semblaient accepter, et c'était la loi dans certains États américains, que leur devoir fiduciaire consistait à protéger et promouvoir les seuls intérêts des actionnaires.



Comme le montre la figure suivante, cette nouvelle approche à la rémunération des dirigeants produit des résultats spectaculaires. *En outre, d'un phénomène marginal, les options sur les titres devinrent, à compter de 1994, la principale source de rémunération pour les dirigeants.* De fait, le rapport entre la rémunération du PDG et le salaire moyen des employés, qui s'établissait à quelque 50 fois au cours des années 1980, bondit à plus de 400 fois au cours des années 2000.

### Rapport entre la rémunération des PDG américains et le salaire moyen des employés du secteur manufacturier, 1970–2005

(entreprises américaines du S&P500)



Source : mise à jour de l'étude de Jensen & Murphy, ECGI, 2004 et 11th Annual CEO Compensation Survey, 2004.

Notons au passage que l'augmentation la plus dramatique survient en même temps que les investisseurs institutionnels deviennent collectivement les actionnaires majoritaires des sociétés, que les conseils d'administration se conforment aux nouvelles normes de « bonne » gouvernance et comptent de plus en plus de membres « indépendants » de la direction.

Éventuellement, les montants réalisés par les dirigeants en vertu de ces programmes d'options, le lien ténu ou difficile à établir entre le quantum de leur rémunération et leur contribution réelle au rendement pour les actionnaires susciterent la mauvaise humeur des investisseurs institutionnels.

## UNE (TROP?) ABONDANTE INFORMATION SUR LES RÉMUNÉRATIONS

Dans un premier temps, la réaction prit la forme d'une exigence de divulgation accrue concernant les rémunérations des dirigeants ainsi qu'une insistance pour que soient adoptées, et rendues explicites, des mesures quantitatives de performance justifiant le niveau des rémunérations variables.

Ainsi, en 2005, la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance, qui a fait un travail de pionnier en ce domaine, proposa six principes que devraient adopter les conseils d'administration des entreprises cotées en Bourse. Les trois premiers principes sont libellés ainsi :

*(Traduction libre)*

- 1. La «rémunération en fonction de la performance» devrait constituer un élément important de la rémunération de la direction.*
- 2. La performance devrait être évaluée selon des critères quantifiables modulés en fonction des risques ainsi que de l'horizon temporel approprié aux critères choisis.*
- 3. La rémunération devrait être simplifiée afin d'être axée sur les facteurs clés de la performance de la société.*

De façon générale, les conseils d'administration ont bien reçu et souvent adopté ces principes. Évidemment, l'octroi d'options comme forme de rémunération variable

devient attrayant puisque ce mode de rémunération est relativement simple et relie directement le montant gagné à l'appréciation de la valeur du titre (donc lien avec la performance). Toutefois, le nombre d'options ainsi que les conditions de leur exercice doivent être assujettis à des « critères quantifiables modulés en fonction des risques et de l'horizon temporel approprié ». Les mêmes exigences s'appliquent aux autres formes de rémunération variable.

Les autorités des marchés financiers, tant au Canada qu'aux États-Unis, sont aussi intervenus pour étendre graduellement la divulgation d'information sur tous les aspects de la rémunération. Cette démarche, au Canada, aboutit ultimement au règlement 51-102 (septembre 2008) des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) prenant effet pour les exercices financiers se terminant le 31 décembre 2008, lequel stipule, en son annexe A6, les informations devant être fournies aux actionnaires de la société.

Ainsi, la direction doit donner une description narrative de tous les éléments importants de la rémunération, incluant notamment :

- 1. Les objectifs du programme ou de la stratégie de rémunération ;**
- 2. Ce que le programme de rémunération vise à récompenser ;**
- 3. Une description de chaque élément de la rémunération ;**
- 4. Les motifs qui justifient le paiement pour chaque élément de la rémunération ;**
- 5. Comment le montant versé pour chaque élément fut-il établi ;**
- 6. Comment chacun des éléments de la rémunération, ainsi que les décisions portant sur chacun de ces éléments, sont-ils alignés sur les objectifs d'ensemble de la politique de rémunération ; comment chaque élément influence-t-il les autres éléments de la rémunération.**

Il faut bien constater qu'en 2009 les actionnaires des sociétés canadiennes cotées en Bourse ont accès à une abondante information sur les tenants et aboutissants de la rémunération. Avec l'aide et le support des conseillers en rémunération, les sociétés se sont donné des programmes de rémunération qui rencontrent ces objectifs ainsi que des

politiques de divulgation qui rencontrent les exigences des autorités réglementaires. Toutefois et en conséquence, les programmes de rémunération des dirigeants devinrent de plus en plus complexes et leurs descriptions statutaires, longues et alambiquées

## VOTER CONTRE LES MEMBRES DU CONSEIL

---

Les actionnaires jouissent également d'un mode de scrutin, le vote individuel majoritaire, leur permettant de signifier leur mécontentement envers des membres de conseils des grandes sociétés canadiennes, le cas échéant qu'ils soient outrés par les rémunérations accordées aux dirigeants.

Selon la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance, qui a fait un travail exemplaire de promotion de cette mesure, 74 % des 254 sociétés composant l'indice S&P/TSX ont adopté, en 2009, une procédure de votes individuels majoritaires (par comparaison à 61 % en 2008).

## LES MESURES EN PLACE SONT-ELLES SUFFISANTES POUR RÉGIR LES RÉMUNÉRATIONS ?

---

Pour plusieurs investisseurs, ces mesures ne règlent pas le problème, sont trop indirectes pour être réellement efficaces. La responsabilité pour les politiques des rémunérations inappropriées incombe aux conseils d'administration. Ceux-ci, prétend-on, ont manqué à leurs devoirs fiduciaires en adoptant des programmes de rémunération mal conçus, extravagants, spoliateurs de la richesse des actionnaires.

Peut-être que si les actionnaires, en sus des mesures citées précédemment, pouvaient s'exprimer directement sur les programmes de rémunération, les conseils d'administration seraient-ils plus judicieux, plus modérés en matière de rémunération des dirigeants, plus à l'écoute des avis des investisseurs institutionnels. De prime abord, cela semble raisonnable, voire indéniable.

En ces temps, la démarche du vote consultatif annuel sur la rémunération des dirigeants (*Say on Pay*) connaît une popularité certaine et jouit d'un appui politique opportun. Cette démarche pourrait bien désormais faire partie, comme l'élection des administrateurs ou la désignation des vérificateurs externes, de la

procédure démocratique des assemblées annuelles des grandes sociétés européennes et nord-américaines. L'évaluation de la mesure *Say on Pay* doit tenir compte de ce contexte.

La suite de ce texte se présente ainsi :

- 1. L'EXPÉRIENCE DU VOTE CONSULTATIF DANS D'AUTRES JURIDICTIONS ;**
- 2. LES ENJEUX SOULEVÉS PAR CETTE MESURE ;**
- 3. LA POSITION DE L'IGOPP.**

# L'EXPÉRIENCE DU VOTE CONSULTATIF DES ACTIONNAIRES SUR LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS (SAY ON PAY) DANS D'AUTRES JURIDICTIONS<sup>1</sup>

**L**E ROYAUME-UNI, L'AUSTRALIE ET LA SUÈDE ONT ADOPTÉ DES MESURES DE CE TYPE en, respectivement, 2002, 2004 et 2006. Les Pays-Bas (2004), la Norvège (2007) et l'Espagne (2008) ont cependant octroyé une force contraignante aux votes d'actionnaires sur la rémunération.

Le vote consultatif des actionnaires sur la rémunération peut être introduit de deux façons : il peut devenir obligatoire à la suite d'une proposition exigeant l'instauration d'un vote consultatif (la méthode de la proposition d'actionnaires) ou à la suite d'une décision gouvernementale (la méthode législative et réglementaire).

La méthode de la proposition d'actionnaires requiert une proposition *Say on Pay* présentée par un ou plusieurs actionnaires et soumise au vote afin d'instituer un vote consultatif annuel sur la politique de rémunération proposée dans le rapport sur la rémunération. Si la proposition obtient le nombre de voix requis par les statuts constitutifs, l'entreprise se doit alors de tenir un vote consultatif annuel sur la rémunération des dirigeants. La méthode de la proposition d'actionnaires implique donc deux concepts inter reliés : (1) la proposition *Say on Pay* soumise par les actionnaires et (2) le vote comme tel.

Une des failles de la méthode de la proposition d'actionnaires provient du fait que les sociétés disposant de mauvaises politiques de rémunération sont souvent celles où les règles de gouvernance sont moins bien établies et, par conséquent, le moins prédisposées

---

<sup>1</sup> Cette partie s'inspire du document préparé pour l'IGOPP par les professeurs Michel Mignan et Claudine Mangen, intitulé *Is Say On Pay An Effective Governance Tool?*. Ce document peut être consulté sur le site [www.igopp.org](http://www.igopp.org).

à faciliter ou instaurer une proposition de vote consultatif sur la rémunération des dirigeants. Au contraire, les sociétés qui, à ce jour, ont adopté volontairement un règlement pour se soumettre à un vote consultatif sur la rémunération affichent des règles de gouvernance relativement saines (comme, à titre d'exemple, les principales banques canadiennes et IBM). Ces entreprises sont celles qui nécessitent probablement le moins le vote consultatif, car elles ont probablement déjà des politiques de rémunération saines étant donné leur structure de gouvernance raisonnablement efficace.

Selon la deuxième méthode (législative ou réglementaire), la réglementation gouvernementale ou la législation imposent aux entreprises de soumettre leur rapport sur la rémunération au vote des actionnaires.

## L'EXPÉRIENCE BRITANNIQUE

La réglementation britannique adoptée en 2002 comprend cinq (5) étapes à franchir pour les sociétés cotées en Bourse :

1. Publier un rapport sur la rémunération des dirigeants conjointement à la publication de leurs résultats financiers annuels ;
2. Divulguer dans ce rapport la rémunération de chacun des dirigeants ;
3. Expliquer la philosophie de rémunération des dirigeants de la société ;
4. Définir les rôles respectifs du conseil d'administration et du comité sur les ressources humaines et du conseil d'administration en ce qui concerne la rémunération des dirigeants et finalement ;
5. Soumettre le rapport sur la rémunération à un vote consultatif à l'Assemblée générale annuelle des actionnaires. Ces principes ont été incorporés à l'UK Companies Act, lequel fut adopté en 2006.

Finalement, le *Say on Pay* touche des dirigeants ciblés pour lesquels les détails de la rémunération sont publics et soumis à discussion; les rapports des comités des ressources humaines et de la rémunération ne fournissent des informations que sur les dirigeants les mieux payés. Les votes exécutoires portant sur la rémunération en actions se limitent à l'approbation du nombre d'actions émises ou qui seront éventuellement émises dans le

futur en vertu d'un régime de rémunération en actions, en droits différés à la plus-value des actions (*Deferred Share Units*) ou en octroi d'options sur le titre.

Au moment du vote, il n'est pas fait mention d'une politique formelle de répartition d'actions parmi les dirigeants; on se sait donc pas dans quelle proportion chacun des dirigeants sera bénéficiaire du régime proposé.

Au Royaume-Uni, on dénote deux précédents où la politique de rémunération a été rejetée. En 2003, 50,7 % des actionnaires de GlaxoSmithKline ont rejeté un rapport sur la rémunération qui dévoilait un parachute doré attribuant au chef de la direction Jean-Pierre Garnier un boni estimé à 22 millions de livres (£) en salaires et en actions si jamais il démissionnait ou était congédié avant 2007.

La société Royal Dutch Shell est l'autre entreprise où est survenu un vote rejetant le rapport sur la rémunération des dirigeants. En 2009, 59% des actionnaires ont voté contre la politique de rémunération stipulant que les dirigeants recevraient une gratification en actions même si Shell ne réussissait pas à obtenir de meilleurs résultats que trois de ses concurrentes. En fin de compte, Shell s'est classé au quatrième rang des cinq principales entreprises pétrolières.

Les leçons fournies par l'expérience britannique laissent croire que, premièrement, les entreprises subissant le plus la colère de leurs actionnaires sont celles où (1) la rémunération de leurs dirigeants (particulièrement les bonis et l'octroi d'options d'achat d'actions) est plus généreuse que la norme de l'industrie et (2) le rendement en Bourse est anémique.

Deuxièmement, la grogne des actionnaires est habituellement assez faible et tend à décroître graduellement. Après un sommet atteint peu après l'adoption du *Say on Pay*, les cas de rébellion d'actionnaires au sujet de la rémunération des dirigeants n'ont touché au cours des cinq dernières années que 4 ou 5 % des entreprises.

En fait, selon une étude récente favorable au vote consultatif (Deborah Gilshan, *Say on Pay: Lessons from the UK Experience*, Railpen and PIRC, septembre 2009), de tous les votes exprimés sur la rémunération des dirigeants, seulement quelque 4 % étaient négatifs en 2008. Les contestataires obtiennent plus de 20 % des votes que dans moins de 10 % des cas. Ce faible niveau de mécontentement peut s'expliquer par le fait que les conseils s'engagent dans des discussions avec les investisseurs institutionnels avant que ne se tienne l'assemblée annuelle des actionnaires.

Ces échanges fournissent aux investisseurs institutionnels l'occasion d'exprimer leur point de vue.



Toutefois, le rapport souligne également que ces discussions entre administrateurs et investisseurs institutionnels peuvent facilement devenir une partie de négociation. Les représentants de l'entreprise mettent de l'avant une position inacceptable dans un premier temps pour aboutir à une entente sur une position de « compromis », qui est en fait la position souhaitée par les dirigeants.

Troisièmement, si le vote sur la rémunération entraîne une croissance moindre de la rémunération des dirigeants, elle contribue aussi à une baisse de celle-ci en cas d'échec. La rémunération réagit donc alors davantage aux mauvais résultats. L'arrimage entre résultats et rémunération semble donc mieux assuré.

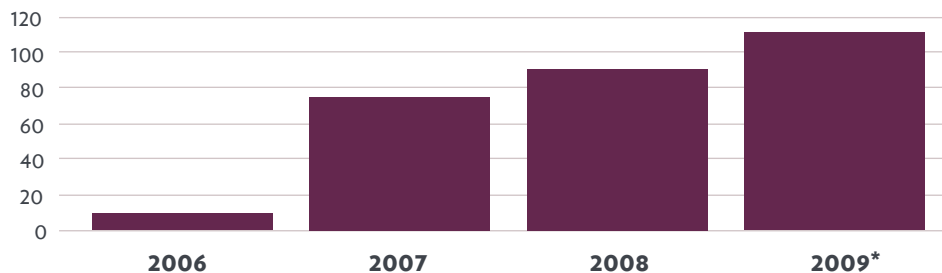
Une recherche récente de deux professeurs de Harvard, MM. Ferri, Fabrizio, et David Maber, 2009, *Say on Pay Vote and CEO Compensation: Evidence from the UK* semble confirmer ces résultats. Le *Say on Pay* a contribué à la réduction du nombre de cas flagrants de récompenses à l'échec, en arrimant mieux les primes aux résultats véritables de l'entreprise.

## L'EXPÉRIENCE AMÉRICAINE

Aux États-Unis, la société Aflac (American Family Life Assurance Company), est devenue, en 2007, la première entreprise américaine à procéder à un vote consultatif. Des propositions d'actionnaires à cet effet ont été soumises depuis 2006 et n'ont cessé de croître depuis (voir *tableau*) :

### I Say, I Say, I Say

Number of requests for say-on-pay votes received in the US



\*Year to May 15th  
Source: RiskMetrics Group

Le 10 juin 2009, Timothy F. Geithner, le secrétaire américain au Trésor, annonçait que le gouvernement allait appuyer les mesures présentées au Congrès pour l'accroissement du pouvoir des actionnaires en matière de rémunération des dirigeants.

Le sénateur démocrate Charles Schumer (NY) et le Congressman Barney Frank ont déposé des projets de loi qui forceraient toutes les entreprises cotées en Bourse à soumettre leur politique de rémunération des dirigeants à un vote consultatif des actionnaires.

Il est probable que cette mesure soit adoptée, rendant ainsi obligatoire la consultation des actionnaires sur la rémunération des dirigeants. Il semble que les politiciens américains y voient une panacée contre les abus et les scandales de la rémunération dans le secteur financier, ou, à tout le moins, une mesure politiquement utile pour apaiser la fureur populaire en donnant une impression de changements majeurs.

Toutefois, les recherches empiriques donnent des résultats ambigus quant à l'efficacité de cette démarche. Bien que le *Say on Pay* ait sensibilisé plusieurs actionnaires et sans doute amené plus de rigueur et de retenue dans l'établissement des programmes, le vote consultatif n'a pas empêché la rémunération des cadres britanniques de croître de plus de 70 % entre son entrée en vigueur en 2002 et 2007. De plus, la probabilité que les rapports du comité des ressources humaines et de la rémunération soient rejetés est très faible.

Le fait de rendre obligatoire le vote des actionnaires entraîne des coûts additionnels à toutes les sociétés (contrairement à un vote optionnel) : ce qui n'est peut-être pas opportun compte tenu le peu d'avantages que plusieurs des entreprises en retireraient, si avantages il y a. Ces bénéfices semblent être réservés aux actionnaires d'un petit sous-ensemble de sociétés peu performantes rémunérant trop généreusement leur chef de la direction.

Enfin, d'autres mécanismes de gouvernance existent déjà pour s'attaquer aux problèmes de ces sociétés peu performantes, notamment, une offre d'achat non sollicitée et la contestation de l'élection des administrateurs.

Par ailleurs, l'attention portée par les experts et les médias sur les questions de rémunération à travers les votes du *Say on Pay* n'est pas étrangère à une plus grande vigilance de la part de certains conseils.

## L'EXPÉRIENCE CANADIENNE

---

Le système financier canadien étant sorti remarquablement indemne de cette crise sans le support financier des contribuables canadiens, il peut sembler curieux que l'on ait souhaité et obtenu dans plusieurs cas un vote consultatif sur les rémunérations dans ce secteur.

L'année 2010 verra donc les premières expériences canadiennes avec le vote consultatif sur la rémunération. En effet, une douzaine de grandes institutions surtout du secteur financier devront consulter leurs actionnaires sur la démarche qu'elles ont adoptée pour établir la rémunération de leurs dirigeants. L'enjeu n'est évidemment pas la divulgation de nouvelles informations puisque, rappelons-le, selon le règlement 51-102 (en son annexe A6) des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, toutes les entreprises sollicitant l'épargne publique doivent fournir une abondante information sur la rémunération des cinq principaux dirigeants.

Tout comme aux États-Unis, les entreprises canadiennes qui ont accepté le principe du vote consultatif des actionnaires sur la rémunération l'ont fait à la suite de propositions en ce sens et non parce qu'elles étaient tenues par la loi de s'y soumettre.

Des organismes voués à la bonne gouvernance, tel le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (MÉDAC), la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance (CCBG), le Council of Institutional Investors ainsi que de nombreux groupes d'experts en services-conseils (RiskMetrics Group, Glass Lewis & Co.) ont exprimé leur appui à la notion de vote consultatif des actionnaires sur la rémunération.

La Coalition canadienne pour la bonne gouvernance a fait du *Say on Pay* un cheval de bataille important. La CCBG a publié plusieurs documents sur la question et a rendu public le 22 octobre 2009, puis le 19 janvier 2010, une formulation type qui pourrait être soumise aux actionnaires :

*« Il est résolu, à titre consultatif et sans que soient diminués le rôle et les responsabilités du conseil d'administration, que les actionnaires acceptent l'approche en matière de rémunération de la haute direction divulguée dans la circulaire de sollicitation de procurations de la Société transmise en vue de l'assemblée annuelle [année] des actionnaires. »*

Notons que le vote consultatif porterait alors seulement **sur l'approche** adoptée pour établir la rémunération des dirigeants et non pas sur le contenu ou la substance de la dite rémunération.

## LES ENJEUX

TOUT LE DÉBAT AUTOUR DU SAY ON PAY PORTE SUR LES TENANTS ET ABOUTISSANTS d'une telle mesure ainsi que sur son extension à toutes les sociétés cotées en Bourse, même si celles-ci, dans la très grande majorité des cas, n'ont pas suscité de controverses au sujet des rémunérations des dirigeants.

### LA RESPONSABILITÉ FIDUCIAIRE DES CONSEILS

---

Il faut bien insister sur le fait que la démarche de vote consultatif (*Say On Pay*) sur la rémunération manifeste une méfiance, méritée ou non, envers les conseils d'administration. Derrière cette démarche se profile *un déplacement significatif de responsabilité pour la gouvernance des sociétés du conseil vers les actionnaires.*

Comment ne pas interpréter cette démarche comme un vote de non confiance envers les conseils d'administration? Si cette méfiance est généralisée, et non pas limitée au seul secteur des entreprises financières en raison des dérapages récents dans Ce secteur aux États-Unis, alors il convient de remettre en question tout le système de gouvernance axé sur des conseils d'administration supposément responsables et imputables.

Quelles autres décisions, naguère la responsabilité exclusive des administrateurs, voudrions-nous, devrions-nous, demain soumettre au vote (consultatif d'abord, décisif ensuite) des actionnaires? Si les conseils ne méritent pas la confiance en matière de rémunération, pourquoi s'y fier pour d'autres décisions tout aussi importantes et complexes? Pourquoi ne pas soumettre ces autres décisions aux investisseurs institutionnels pour obtenir leur avis et leur aval et aux actionnaires pour un vote *consultatif*?

Or, certains prétendent que la démarche pour établir la rémunération des dirigeants et le quantum de cette rémunération seraient une indication générale de la qualité de la gouvernance de l'entreprise. Si un conseil s'acquitte bien de cette responsabilité, il est probable qu'il s'acquitte bien de ses autres responsabilités de gouvernance. Toutefois, cet argument n'est appuyé par aucune recherche empirique.

Une présomption, un pris-pour-acquis, de cette démarche de vote consultatif veut que les conseils d'administration soient entièrement et exclusivement imputables envers

les actionnaires. Pour les gestionnaires de fonds et les investisseurs institutionnels, cela semble un truisme, une vérité de La Palice. Le rapport britannique cité plus haut (Railpen and PIRC, septembre 2009) l'affirme en toutes lettres : le conseil est le mandataire des actionnaires.

Or, la Cour suprême du Canada, lors de deux jugements récents (Peoples v. Wise [2004]) et BCE/Bell Canada v. détenteurs de dettes obligataires [2008]), a affirmé la responsabilité des conseils en vertu de la loi canadienne sur les sociétés par actions (ainsi que la loi québécoise adoptée en décembre 2009) d'agir dans l'intérêt de la société, et non pas exclusivement dans l'intérêt des actionnaires. La Cour suprême a également rappelé que le devoir de diligence des conseils devait s'exercer en faveur de toutes les parties prenantes de la société, non seulement ses actionnaires.

*« L'obligation fiduciaire des administrateurs est un concept large et contextuel. Elle ne se limite pas à la valeur des actions ou au profit à court terme. Dans le contexte de la continuité de l'entreprise, cette obligation vise les intérêts à long terme de la société. »*

*(BCE/Bell Canada, article 38)*

*« En déterminant ce qui sert au mieux les intérêts de la société, les administrateurs peuvent examiner notamment les intérêts des actionnaires, des employés, des créanciers, des consommateurs, des gouvernements et de l'environnement. »*

*(ibid, article 40)*

*« Les administrateurs et les dirigeants ont en tout temps leur obligation fiduciaire envers la société. Les intérêts de la société ne doivent pas se confondre avec ceux des actionnaires, avec ceux des créanciers ni avec ceux de toute autre partie intéressée. »*

*(Peoples, article 43)*

Les conseils sont donc fiduciairement responsables d'établir des programmes de rémunération appropriés et équitables, tenant compte, non seulement des intérêts des actionnaires mais aussi de l'intérêt à long terme de l'entreprise. Des rémunérations fastueuses au-delà du *raisonnable risquent de miner la légitimité sociale et politique de l'entreprise*. Les membres de conseil doivent être bien conscients de cet enjeu qui va au-delà de la *maximisation de la valeur des actionnaires*.

Ainsi, la recherche d'un lien entre la performance des dirigeants et leur rémunération ne devrait pas être limitée à la seule « performance pour les actionnaires ».

## APPRÉCIER ET RÉMUNÉRER LE TRAVAIL DES DIRIGEANTS

On attribue souvent au vote consultatif le mérite supposé de susciter un resserrement du lien entre performance et rémunération. On souhaite également que ce lien s'exprime par des mesures quantitatives, fiables et accessibles aux actionnaires. Or, l'évaluation d'un dirigeant de haut niveau ne peut être ramené à des mesures quantitatives, aussi astucieuses et sophistiquées fussent-elles. Le conseil doit faire preuve de jugement dans l'appréciation du travail complexe du dirigeant dont les tâches et responsabilités sont multiples, fluides et souvent qualitatives. Sa *performance* ne peut, ni ne doit, être confinée à l'atteinte d'objectifs quantitatifs mesurables.

C'est en raison de cette recherche du lien direct et quantitatif entre rémunération et performance que les formes de rémunération devinrent complexes et les mesures de performance ésotériques. On pourrait aboutir ici au même phénomène de quantification qui fut si pernicieux pour la gestion des risques. S'en tenir à des variables mesurables risque d'amener le conseil à ne pas tenir suffisamment compte des défis à plus long terme de l'entreprise dans des conjonctures mouvantes et à exclure des objectifs qualitatifs tout aussi importants pour le succès de la société en longue durée.

## DÉMARCHE VERSUS SUBSTANCE DE LA RÉMUNÉRATION

---

C'est d'ailleurs, comme nous l'avons noté plus haut, à cette insistance sur des liens directs et quantitatifs entre performance financière et rémunération que nous devons des textes longs et complexe pour décrire les liens entre diverses mesures financières et les quanta de la rémunération variable. En conséquence, il serait difficile, voire impossible, d'obtenir par un seul vote des actionnaires leur avis sur les multiples composantes de la rémunération de cinq dirigeants. Une telle démarche soulèverait d'énormes difficultés d'interprétation. Devrait-on voter sur chacun des éléments de la rémunération ? Devrait-on voter sur la rémunération de chaque dirigeant ? Sinon, comment interpréter un vote négatif ? Envers quel aspect de la rémunération l'actionnaire veut-il ainsi exprimer son désaccord ?

Probablement, qu'ayant fait un constat similaire, la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance propose un vote portant seulement sur l'approche adoptée pour fixer les rémunérations.

## DIALOGUE AVEC LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

---

De toute évidence, un des principaux arguments en faveur du vote consultatif tient au dialogue qu'il suscite entre les actionnaires institutionnels et les membres de conseils d'administration. Cette invitation au dialogue préalable au vote aurait comme heureuse conséquence d'inciter les fonds institutionnels à faire leur devoir en ce qui concerne les rémunérations et de demander aux conseils d'administration d'être en mesure d'expliquer et de justifier leur démarche. Cet aspect soulève deux enjeux :

1. Pourquoi une classe d'actionnaires aurait-elle un accès privilégié aux membres de conseils pour leur exprimer leurs préoccupations et influencer les décisions du conseil alors qu'une autre classe d'actionnaires ne jouit que du droit de voter sur une proposition en temps opportun. Il faut supposer, ce qui reste à démontrer, que les intérêts des deux classes d'actionnaires sont bien et toujours alignés. Auquel cas, tous les actionnaires sortiraient gagnants d'une telle démarche.



2. Comment tenir des rencontres entre investisseurs institutionnels et les membres de conseils sans risquer qu'une information non-publique soit communiquée à ces investisseurs ? Le rapport britannique cité plus haut (Railpen and PIRC, septembre 2009) conclut aux bienfaits de la démarche du vote consultatif parce que :

*“It allows an informed debate to take place about the nature of compensation plans, their structure, the degree of alignment garnered through the plans and importantly, **how it supports the company’s strategy.**”* (L’emphase est de nous)

Les entreprises œuvrant dans des secteurs hautement concurrentiels n’affichent pas leur stratégie publiquement et, surtout, n’informent pas leurs concurrents de leur changement de stratégie. Or, comment discuter du lien entre la rémunération et la stratégie de l’entreprise sans en divulguer le contenu ?

Certains investisseurs institutionnels canadiens ont déjà établi une pratique de consultation avec les conseils d’administration des sociétés dont ils sont d’importants actionnaires. Ils ont fait montre en ce domaine d’un sens des responsabilités remarquable et d’un activisme de bon aloi que l’on doit souligner. Il convient d’encourager les autres investisseurs institutionnels à suivre leur exemple

# LA POSITION DE L'IGOPP

**L**A SOMME DES ARGUMENTS FAVORABLES ET DÉFAVORABLES À CETTE INITIATIVE DU vote consultatif n'est pas facile à dresser. D'une part, le sentiment d'iniquité et la frustration qu'ont engendré les pratiques de rémunération des dirigeants rendent sympathiques des mesures plus directes, plus interventionnistes que celles utilisées par le passé. D'autre part, une gouvernance pleinement assumée par des conseils d'administration responsables et imputables forme la pierre angulaire du fonctionnement des sociétés cotées en Bourse.

## ARGUMENTS FAVORABLES AU VOTE CONSULTATIF

---

Un argument souvent invoqué pour appuyer la démarche d'un vote consultatif des actionnaires sur la rémunération est à l'effet que cette mesure incitera les conseils d'administration à établir une communication avec les investisseurs institutionnels qui sont actionnaires de l'entreprise. Une telle démarche permettrait à ces investisseurs d'exprimer leurs attentes et leur réticence. Ces discussions donneraient aux administrateurs l'occasion d'assumer pleinement leur responsabilité pour la rémunération des dirigeants et d'expliquer le raisonnement sur lequel s'appuient la politique et le quantum de leur rémunération. Évidemment, toute cette démarche doit se faire dans le respect de l'obligation des administrateurs de ne pas divulguer à ces investisseurs une information non divulguée aux autres actionnaires.

Il faut noter que de telles consultations se sont tenues par le passé avec un certain bonheur, bien que certains prétendent que sans l'arme d'un vote cette consultation est moins efficace.

L'obligation de tenir un vote, et la menace que ce vote soit majoritairement négatif, pourraient donner une vigueur nouvelle aux comités de rémunération, les mettre sur la ligne de feu, les inciter à prendre pleinement charge de la politique de rémunération et leur donner des arguments péremptoires pour résister aux pressions de la direction.

Pour les investisseurs institutionnels, les discussions préalables et la possibilité d'un vote négatif sur la rémunération sont des mesures moins radicales, moins perturbantes que l'arme « nucléaire » d'un vote contre l'élection de membres du conseil.

Un vote positif par les actionnaires sur la démarche pour fixer la rémunération des dirigeants devient une sorte de caution de la qualité générale de la gouvernance de l'entreprise. Si un conseil s'acquitte bien de cette tâche, il est probable que la gouvernance de l'entreprise dans son ensemble soit entre bonnes mains.

Évidemment, l'approche à la détermination des rémunérations ayant reçu la bénédiction des actionnaires sous forme d'un vote positif, si celle-ci devait produire des résultats excessifs, nul ne pourrait légitimement s'en plaindre.

## ARGUMENTS DÉFAVORABLES

Toutefois, bien que sérieux et répandu, ce problème des rémunérations extravagantes n'est pas généralisé au point de devoir imposer une démarche encombrante à toutes les entreprises publiques, surtout aux entreprises de moindre taille, afin de guérir un mal localisé.

Le vote consultatif des actionnaires ne s'inscrit pas dans la suite logique d'une gouvernance par des conseils responsables ; elle ouvre la porte à une gouvernance selon laquelle les actionnaires interviennent directement sur des sujets et des décisions qui incombent aux conseils d'administration.

L'insistance sur le *pay for performance* qui est un leitmotiv de l'argumentaire en faveur du vote consultatif pourrait mener à des résultats non souhaitables. Cette recherche du lien direct et quantitatif entre rémunération et performance a déjà mené à des formes de rémunération complexes et des mesures de performance ésotériques. La menace de votes négatifs si un tel lien n'est pas suffisamment démontré risque d'amener le conseil à ne pas tenir suffisamment compte des défis à plus long terme de l'entreprise dans des conjonctures mouvantes et à exclure des objectifs qualitatifs tout aussi importants pour le succès de la société en longue durée.

La valeur première de cette démarche de vote consultatif, selon ses défenseurs, proviendrait du dialogue entre les investisseurs institutionnels et les membres de conseils d'administration ; or, dans la mesure où toutes les précautions sont prises pour éviter la communication d'une information privilégiée, les investisseurs institutionnels peuvent fort bien continuer cette pratique d'engager le dialogue avec les dirigeants d'entreprises dont ils sont des actionnaires importants.

Pour les cas problématiques, les investisseurs institutionnels devraient proposer que les actionnaires adoptent la mesure du vote consultatif sur les rémunérations, comme moyen de corriger ces situations spécifiques et comme mesure de sanction. Enfin, les investisseurs institutionnels devraient utiliser leur droit de voter contre l'élection de membres de conseils dans les cas de rémunérations répréhensibles qui surviennent de temps à autre.

Il serait opportun, avant d'adopter de nouvelles mesures, de bien évaluer les résultats obtenus avec les changements récents. Les autorités canadiennes des marchés financiers viennent de relever substantiellement la qualité et l'étendue de l'information sur les rémunérations que les sociétés devront divulguer aux actionnaires. Également, la procédure du vote individuel pour l'élection des membres de conseil adoptée récemment par la majorité des grandes entreprises canadiennes composant l'indice S&P/TSX donne une voie d'expression tangible du sentiment négatif des actionnaires à propos des rémunérations des dirigeants.

L'IGOPP propose toutefois deux mesures additionnelles pour resserrer encore la qualité de cette gouvernance :

1. Lorsqu'un candidat au conseil reçoit un vote majoritaire d'abstention (*withhold*), ce candidat devrait devoir remettre sa démission comme membre du conseil ; le conseil devrait alors statuer sur le maintien ou le remplacement de cette candidature ;
2. Le président du comité de rémunération (ou de ressources humaines, selon le cas) devrait présenter un rapport à l'assemblée annuelle des actionnaires et répondre à leurs questions<sup>2</sup> ; Le conseil pourrait également adopter une démarche selon laquelle, en suite de l'assemblée annuelle, le président et les membres du comité de rémunération tiendraient une conférence téléphonique avec les actionnaires qui n'ont pu se rendre à l'assemblée pour répondre à leurs questions sur les enjeux de rémunération.

Ces deux mesures, contrairement au *Say on Pay* s'inscrivent dans la suite d'une gouvernance assumée par des conseils d'administration imputables et responsables.

---

<sup>2</sup> M. Robert Parizeau, membre du conseil de l'IGOPP fit une suggestion de cette nature dans son texte « Le vote sur la rémunération des dirigeants : un bel exemple de miroir aux alouettes ! », *Revue de l'Institut des administrateurs de sociétés*.

# CONCLUSION

L'IGOPP estime qu'il n'est pas approprié ni opportun d'imposer une démarche de vote consultatif à l'ensemble des entreprises canadiennes. La démarche de consultation entre actionnaires institutionnels et les conseils d'administration devrait se poursuivre et s'étendre. Toutefois, une proposition d'actionnaires visant à instaurer un vote consultatif sur la rémunération devrait servir de mesure corrective dans des cas précis de rémunérations problématiques. Si cela s'avère insuffisant, ou pour les cas où certains conseils s'acquittent mal de leurs responsabilités fiduciaires, un vote négatif portant sur l'élection même de membres du conseil est une mesure susceptible de mener au relèvement des pratiques de gouvernance.



**INSTITUT SUR LA GOUVERNANCE  
D'ORGANISATIONS PRIVÉES ET PUBLIQUES  
(IGOPP)**

**ADRESSE GÉOGRAPHIQUE**

3535, Queen-Mary, 2<sup>e</sup> étage  
Montréal (Québec)  
H3V 1H8

**ADRESSE POSTALE**

3000, Chemin de la Côte Sainte-Catherine  
Montréal (Québec)  
H3T 2A7

Téléphone : 514 340-6483  
Télécopieur : 514 340-6627  
Courriel : [info@igopp.org](mailto:info@igopp.org)  
Site web : [www.igopp.org](http://www.igopp.org)

