



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

Payer pour la valeur ajoutée : Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants

Prise de position

PRÉPARÉ PAR LE PROFESSEUR YVAN ALLAIRE
pour le groupe de travail de l'IGOPP sur la rémunération des dirigeants

2012



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

1000, rue de la Gauchetière Ouest, bureau 640, Montréal (Québec) H3B 4W5

Téléphone 514.439.9301 | **Télécopieur** 514.439.9305 | **Courriel** info@igopp.org | **www.igopp.org**

Dépôt légal - Mai 2012
Bibliothèque nationale du Québec 2012
ISBN 978-2-924055-01-4 (version imprimée)
ISBN 978-2-924055-02-1 (version digitale)

Payer pour la valeur ajoutée : Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants

Ce document est disponible gratuitement sur le site 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.

Imprimé au Canada

Design : Karine Bellerive



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

Payer pour la valeur ajoutée : Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants

Prise de position

PRÉPARÉ PAR LE PROFESSEUR YVAN ALLAIRE
pour le groupe de travail de l'IGOPP sur la rémunération des dirigeants

2012

Table des matières

À propos de l'IGOPP	6
Membres du conseil d'administration	7
Mot du président	8
› Sommaire exécutif	10
› Contexte	14
D'abord, le contexte historique	15
Qu'en est-il de la rémunération des dirigeants canadiens ?	21
Changements significatifs dans la « propriété » et la gouvernance des entreprises au cours des 30 dernières années	28
Perspectives diverses sur la rémunération des dirigeants	42
› Recommandations	54
Recommandation 1	56
Recommandation 2	57
Recommandation 3	57
Recommandation 4	58
Recommandation 5	58
› Conclusions	62
Annexe 1	64
Bibliographie et références	66
Les prises de position de l'IGOPP	70

Table des figures

1.	Valeur médiane de la rémunération totale, 1936-2005 pour les trois dirigeants les mieux rémunérés des 50 plus grandes sociétés américaines	16
2.	Rémunération médiane du chef de la direction et des autres hauts dirigeants, 1936-2005	17
3.	Rémunération totale des trois dirigeants les mieux rémunérés des 50 plus grandes sociétés américaines comparée à l'indice S&P	18
4.	Composition de la rémunération des chefs de la direction dans les 50 plus grandes sociétés américaines, 1936-2005	19
5.	Composition de la rémunération des chefs de la direction, 1992-2010 - S&P 500	20
6.	Niveau et composition de la rémunération des chefs de la direction des sociétés du TSX 60, 1998-2010	22
7.	Niveau et composition de la rémunération des chefs de la direction des six grandes banques canadiennes, 1998-2010	23
8.	Niveau et composition de la rémunération médiane des chefs de la direction, 1998-2010	24
9.	Rémunération des chefs de la direction américains et canadiens – Comparaison entre les sociétés du TSX 60 et du S&P 500	25
10.	Tendance de la rémunération des chefs de la direction canadiens comparée à celle des 2 ^e et 3 ^e dirigeants les mieux rémunérés, 1998-2010	26
11.	Rapport entre la rémunération médiane nominale des dirigeants et le salaire moyen des employés du secteur privé canadien, 1998-2010	27
12.	Valeur médiane de la rémunération des chefs de la direction en rapport avec le salaire des travailleurs du secteur privé: comparaison Canada / États-Unis, 1998-2010	28
13.	Évolution de la propriété par des investisseurs institutionnels (É.-U.)	29
14.	Durée moyenne de détention des actions – NYSE 1920-2008	30
15.	Durée moyenne de détention des actions sur d'autres grandes bourses	31
16.	Composition du conseil des sociétés américaines, 1950-2005	32
17.	Paramètres utilisés pour déterminer la performance de l'entreprise, 2008-2010 Mesures utilisées dans les programmes d'intéressement à court terme	38
18.	Paramètres utilisés pour déterminer la performance de l'entreprise, 2008-2010 Mesures utilisées dans les programmes d'intéressement à long terme	39
19.	Effet paradoxal des options d'achat d'actions dans la rémunération des dirigeants: performance économique et financière de la Compagnie XYZ	40
20.	Sociétés composant le TSX 60 en 1998 et 2010	70

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 sur la gouvernance d'organisations privées et publiques (IGOPP), lancé en septembre 2005, a pour objectif d'être un centre d'excellence au Québec et au Canada en matière de recherche et de formation sur la gouvernance ainsi qu'un centre d'études sur les meilleures pratiques de gouvernance pour les sociétés et organismes tant du secteur privé que public.

Les activités de l'Institut sont concentrées principalement dans les quatre domaines suivants:

- **Les prises de position**
- **La formation**
- **La recherche**
- **La diffusion des connaissances**

NOTRE MISSION

Accompagner les organisations privées et publiques **vers une gouvernance créatrice de valeurs^{MD}** par la recherche et l'enseignement des aspects pratiques de la gouvernance.

NOTRE VISION

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 à l'international.

Membres du conseil d'administration

Présidé par le professeur Yvan Allaire, figure bien connue du monde des affaires, le conseil d'administration de l'Institut réunit **15 leaders provenant de différents milieux, soit des chefs de grandes et petites entreprises, d'investisseurs institutionnels, des dirigeants d'organismes publics et parapublics, des chercheurs universitaires et des experts en matière de réglementation.**



Hélène Desmarais

Présidente du conseil et chef de la direction
Centre d'entreprises et d'innovation
de Montréal



Stephen Jarislowsky

Président du conseil
Jarislowsky Fraser Limitée



Monique Lefebvre

Psychologue en coaching exécutif et
administratrice de sociétés



Andrew T. Molson

Vice-président du conseil
Groupe conseil RES PUBLICA



Michel Nadeau

Directeur général
Institut sur la gouvernance
d'organisations publiques et privées



Peter O'Brien

Administrateur de sociétés



Guylaine Saucier

Administratrice de sociétés



Yvan Allaire

Président du conseil d'administration
Institut sur la gouvernance (IGOPP)
Professeur émérite de l'UQÀM



Paule Doré

Administratrice de sociétés



Réal Labelle

Titulaire de la Chaire de gouvernance
Stephen Jarislowsky, Professeur titulaire,
Service de l'enseignement des sciences
comptables HEC Montréal



Michel Magnan

Professeur et titulaire de la Chaire de
Comptabilité Lawrence Bloomberg
Université Concordia



Louis Morisset

Surintendant aux marchés des valeurs
Autorité des marchés financiers



Christiane Germain

Coprésidente
Groupe Germain



Robert Parizeau

Président du conseil
AON Parizeau



Sebastian van Berkomp

Président et chef de la direction
Van Berkomp & Associés

Mot du président

Pour la sixième fois depuis sa création, notre Institut adopte une position formelle sur un enjeu de gouvernance important. Aujourd'hui, nous formulons une série de recommandations sur la question complexe et épineuse de la **rémunération des dirigeants**.

Pour définir sa position de principe, l'IGOPP a réuni en septembre 2011 un groupe de travail formé de membres de son conseil et les a chargés de formuler et de débattre de suggestions de principes sur une question qui a pris, au fil des années, les allures d'un nœud gordien. Le groupe de travail, présidé par le soussigné, était composé de :

- **Paule Doré**
- **Stephen Jarislowsky**
- **Michel Magnan**
- **Robert Parizeau**
- **Guylaine Saucier**
- **Sebastian Van Berkom**

Je les remercie tous pour leur précieuse et judicieuse contribution à la démarche et à son résultat final.

Globalement, l'ensemble de notre conseil a reçu, discuté et approuvé à l'unanimité¹ cette position de principe.

Nous espérons que notre analyse et nos recommandations s'avèreront une contribution utile à ce qui est devenu l'enjeu primordial de la gouvernance des sociétés ouvertes.



YVAN ALLAIRE, PH. D. (MIT), MSRC
Président exécutif du conseil

¹ Sauf en ce qui concerne M. Louis Morisset, de l'Autorité des marchés financiers, qui s'est abstenu conformément à la politique de l'AMF.

Sommaire exécutif

La rémunération des dirigeants d'entreprises a connu diverses phases au cours des 70 dernières années. Prenant d'abord la forme d'un salaire de base auquel s'ajoutait une modeste prime, la rémunération a grimpé en flèche après le milieu des années 1980 avec la généralisation des programmes d'options d'achat d'actions. Cette révolution dans la rémunération des membres de la direction a coïncidé avec une transformation en profondeur de l'actionnariat et de la gouvernance des sociétés cotées en bourse.

Pendant un certain temps, la rémunération des chefs de la direction canadiens ne représentait qu'une fraction de celle de leurs homologues américains. Toutefois, la rémunération des chefs de la direction des grandes sociétés canadiennes a connu une augmentation remarquable entre 1998 et 2010, pour atteindre la parité virtuelle entre Canadiens et Américains à la fin de cette période.

Au cours de la même période, la rémunération des chefs de la direction s'est éloignée considérablement de celle des autres membres de la haute direction au sein des mêmes sociétés. De même, le rapport entre le revenu des chefs de la direction canadiens est passé de 60 fois le salaire moyen des employés du secteur privé canadien en 1998, à 150 fois en 2010.

Les raisons de cette augmentation sont multiples et complexes, et les diverses parties intéressées ont des perspectives très différentes sur le phénomène. La présente prise de position décrit comment les investisseurs, les membres des conseils d'administration, les dirigeants d'entreprises et la société en général considèrent aujourd'hui l'enjeu de la détermination d'une rémunération juste et appropriée pour les dirigeants.

Comme l'exigeaient les investisseurs institutionnels et le recommandaient des spécialistes de la gouvernance et des organismes gouvernementaux, une proportion importante de ces enveloppes de rémunération est considérée comme « à risque », ce qui signifie que la rémunération réelle est assujettie aux variations du cours des actions et à certaines mesures financières de la performance. Les programmes de rémunération de bon nombre de sociétés comprennent des formes (mitigées) de récupération, en cas de mauvaise performance.

La forme qu'adopte la rémunération des dirigeants est devenue largement standardisée et son niveau est établi sur la base d'entreprises « comparables », choisies pour permettre d'apprécier la valeur au marché des dirigeants d'une entreprise.

Le présent document est critique de beaucoup des aspects de cette approche conventionnelle et formule certaines recommandations précises pour la détermination de la rémunération des dirigeants.

Recommandation 1

Réduire graduellement la place des options d'achat d'actions comme mode de rémunération des membres de la haute direction, avec l'objectif ultime d'éliminer complètement cette forme de rémunération.

Recommandation 2

Les gouvernements devraient éliminer tous les avantages fiscaux (personnels et corporatifs) qui favorisent l'utilisation des options d'achat d'actions comme mode de rémunération.

Recommandation 3

Les conseils d'administration des sociétés cotées en bourse devraient établir un rapport juste et productif entre la rémunération totale des dirigeants et le revenu médian des salariés de l'entreprise².

Recommandation 4

Les conseils d'administration doivent demeurer entièrement responsables et imputables de l'établissement des programmes et niveaux de rémunération des dirigeants. Les conseils d'administration doivent être assez crédibles, et avoir assez de courage pour tenir compte de facteurs qualitatifs tout autant que quantitatifs dans l'établissement de cette rémunération.

Recommandation 5

Les conseils d'administration devraient être guidés par des principes de la nature suivante :

CONCEVOIR LA RÉMUNÉRATION SELON LES CIRCONSTANCES PARTICULIÈRES DE CHAQUE SOCIÉTÉ

- La rémunération devrait être liée à des indicateurs *quantitatifs* et *qualitatifs* qui sous-tendent la performance économique de la société, laquelle fait augmenter **la valeur à long terme de la société**; chaque entreprise est différente à cet égard et des programmes tirés d'un moule unique ne peuvent satisfaire aux importantes variations de circonstances d'une entreprise à l'autre; les indicateurs quantitatifs ne devraient pas être liés au cours des actions, mais plutôt à des indicateurs de la santé économique à long terme de la société, comme le rendement du capital investi (RCI) et la valeur économique ajoutée (VÉA); ces indicateurs ne devraient être ni hautement volatils ni facilement manipulables; la performance qualitative devrait être associée au caractère plus subtil d'une organisation, à ses valeurs et à son éthique, au sens d'appartenance et d'équité ressenti par la majorité des membres de l'organisation.
- Il faudrait abandonner la notion erronée que le prix à payer *pour le talent* de gestion et de direction peut être établi à partir de ce qu'un groupe de sociétés, dites *comparables*, paient leurs dirigeants. C'est le maillon le plus faible de tout le système mis en place par les consultants en rémunération, mais c'est la meilleure réponse qu'ils ont su trouver quand on leur a demandé de mettre un prix sur le talent de gestionnaire.

² La loi Dodd-Frank exige des entreprises du secteur financier qu'elles dévoilent le rapport entre la rémunération du chef de la direction et la médiane des salaires dans l'entreprise. Toutefois cette mesure n'a pas encore pris effet.

REVOIR ET REMETTRE EN QUESTION LES APPROCHES STANDARD DE LA RÉMUNÉRATION

Il faut s'éloigner résolument de la notion voulant qu'une fraction importante de la rémunération des hauts dirigeants doive être « à risque ». La rémunération n'est pas effectivement à risque mais plutôt à la merci d'événements incontrôlables et de circonstances macroéconomiques. Puisque leur rémunération est à risque (ou plus exactement dépendante de leur chance bonne ou mauvaise), les hauts dirigeants réclament en conséquence des clauses contractuelles de protection et des modalités très généreuses en matière de retraite.

ASSURER ÉQUITÉ ET ÉQUILIBRE DANS LA RÉMUNÉRATION

- On doit maintenir un rapport entre *ce qui est payé au chef de la direction et ce qui revient aux autres membres de la haute direction de manière à préserver l'esprit d'équipe au sein de la direction.*
- La direction et le conseil d'administration devraient rechercher des manières effectives de partager la performance économique de la société avec tout le personnel, pour en faire des partenaires pleinement engagés envers la réussite à long terme et la survie de l'entreprise.

Toutefois, si, pour beaucoup de sociétés cotées en Bourse, leur actionnariat demeure constitué de multiples fonds de placement, chacun ne détenant qu'une petite partie des actions, si celles-ci doivent continuer de composer avec des fonds de spéculation et autres investisseurs impatientes de rendement, si les équipes de direction continuent d'être soumises à l'obligation de « livrer » le bénéfice par action (BPA) trimestriel attendu, et à la pression pour faire grimper ce BPA trimestre après trimestre et d'un exercice à l'autre, si les conseils d'administration sont incités, poussés et forcés à établir la rémunération d'une façon qui la lie étroitement et exclusivement au rendement financier et à la création de valeur à court terme pour les actionnaires, alors les propositions de changement aux systèmes de rémunération des dirigeants seront bien difficiles à implanter.

Si les conseils d'administration n'adhèrent pas complètement à leurs obligations juridiques et fiduciaires de prendre des décisions en fonction des intérêts à long terme de la société, si les conseils d'administration continuent à affronter les pressions des « investisseurs » à court terme et des conseillers en gestion de procurations de manière isolée, au cas par cas, si les investisseurs institutionnels ne sont pas prêts à adopter des recommandations de changement comme celles proposées ici et à voter contre la réélection des membres du conseil (ou à « s'abstenir » de voter) qui portent la responsabilité de programmes de rémunération manifestement déficients, alors la rémunération des dirigeants continuera d'être dysfonctionnelle du fait des comportements qu'elle engendre et des valeurs qu'elle nourrit.

Les membres du groupe de travail de l'IGOPP sont convaincus qu'il faut reconstruire un minimum de confiance, de loyauté et de réciprocité dans les sociétés cotées en bourse et que les équipes de direction doivent gérer leur entreprise en fonction des intérêts à long terme de l'entreprise et de toutes ses parties prenantes. Nous sommes aussi convaincus que cela ne pourra se produire sans d'importants changements dans les modes de rémunération ayant cours aujourd'hui dans la majorité des sociétés.

Contexte

La rémunération des dirigeants est devenue un enjeu politique, une cause de ressentiment social, une faille de gouvernance dans la plupart des sociétés développées. Quels que soient les arguments invoqués pour expliquer et justifier les sommes considérables versées aux dirigeants, la criante disparité des revenus au sein de la société et au sein même des entreprises fait de cet enjeu, au mieux, un cri de ralliement pour ceux qui veulent une société plus équitable, et au pire, une plateforme pour démagogues.

Ce n'est donc qu'après de prudentes délibérations que notre Institut a décidé de prendre position sur cette question complexe et épineuse. Avant d'énoncer ces principes, nous croyons qu'il est impératif 1) de revenir en arrière pour comprendre pourquoi et comment la rémunération des dirigeants a suivi l'évolution qu'elle a connue, et 2) de comprendre les arguments et les perspectives des diverses parties concernées par la rémunération des dirigeants.

› D'abord, le contexte historique

À partir de données américaines, l'étude des tendances historiques dans la rémunération des dirigeants permet de distinguer clairement trois phases historiques³:

- **Phase I – Le capitalisme gestionnaire : des années 1930 au milieu des années 1980;**
- **Phase II – Transition vers le capitalisme financier : milieu des années 1980 jusqu'en 2000;**
- **Phase III – La contre-offensive...plus ou moins : de 2000 à aujourd'hui.**

³ Jensen et Murphy (2004) produisent une analyse similaire, mais arrivent à des conclusions différentes.

La Figure 1 donne une illustration claire de ces trois phases en affichant le niveau total de rémunération des trois dirigeants les mieux rémunérés en dollars constants de 2000 et, de manière plus explicite, en comparant le niveau de rémunération des dirigeants au salaire moyen des travailleurs américains. Pendant une cinquantaine d'années, ce rapport a fluctué dans une plage étroite, où les dirigeants gagnaient de 25 à 30 fois le salaire moyen. Du milieu des années 1980 à 2000, le rapport a augmenté à une vitesse frénétique, pour atteindre une valeur de plus de 100, et s'est stabilisé depuis.

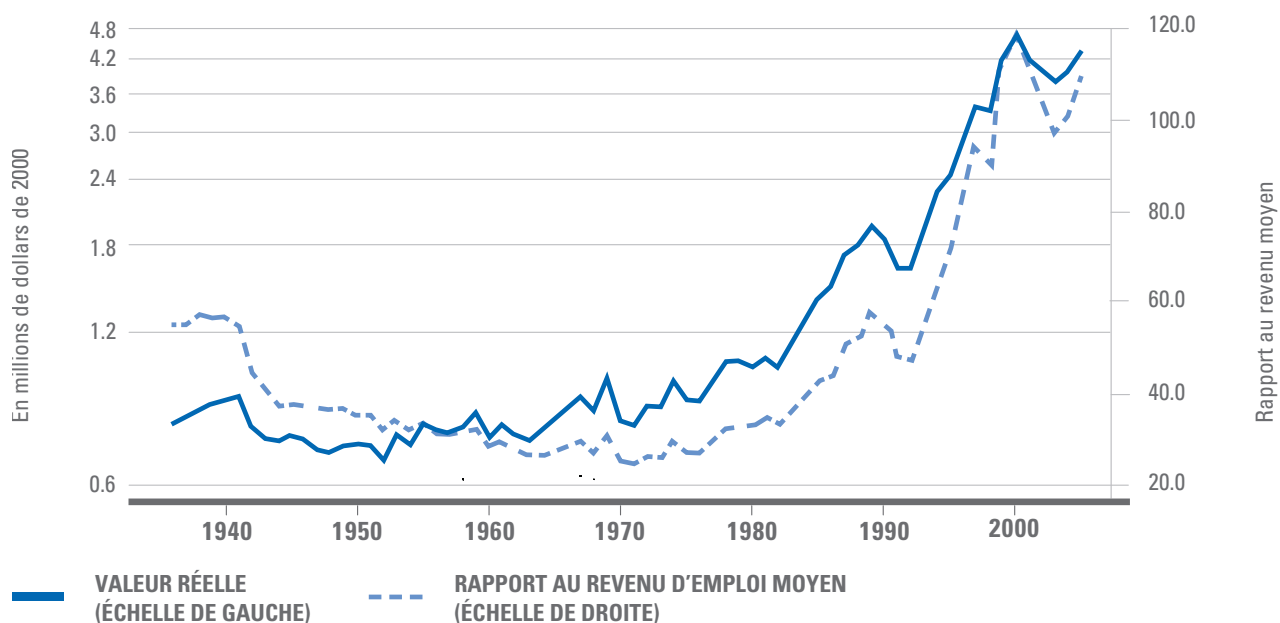
Figure 1

Valeur médiane de la rémunération totale, 1936-2005

Pour les trois dirigeants les mieux rémunérés des 50 plus grandes sociétés américaines

(en \$ constant de 2000)

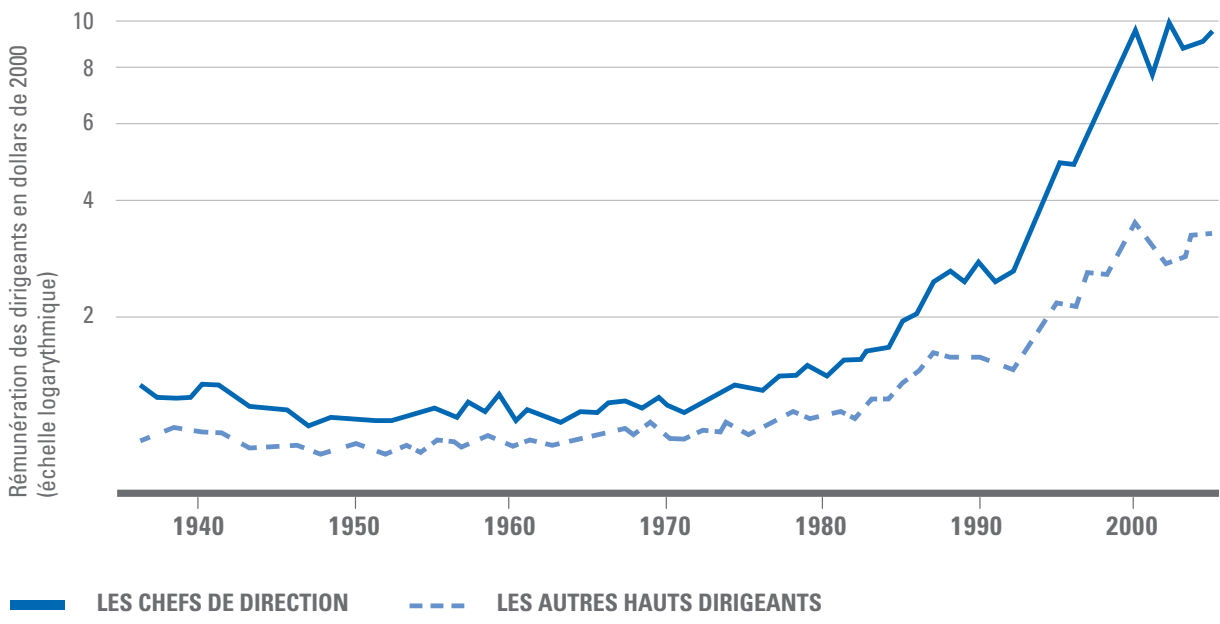
SOURCE: FRYDMAN ET SAKS, 2007



Au cours de la même période, l'écart entre ce que gagnaient le chef de la direction et les 2^e et 3^e dirigeants les mieux rémunérés s'est élargi considérablement, comme le montre la **Figure 2**.

Figure 2
Rémunération médiane du chef de la direction et
des autres hauts dirigeants, 1936-2005

SOURCE: FRYDMAN ET JENTER, 2010



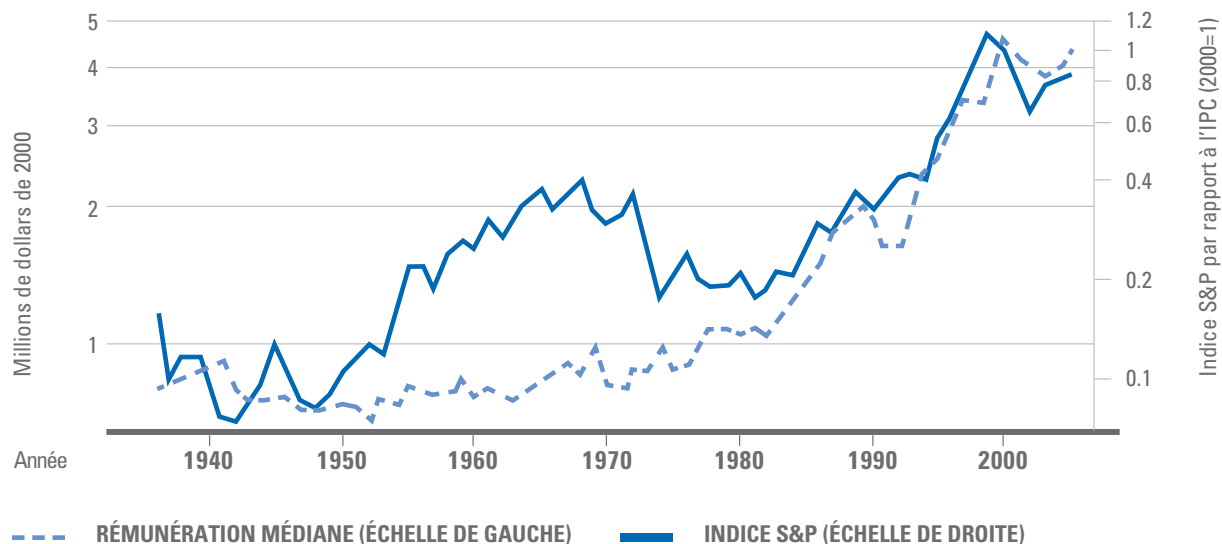
Jusqu'au milieu des années 1980, la rémunération des haut dirigeants était relativement indépendante des fluctuations de la bourse. Mais à partir de cette date, comme le montre la **Figure 3**, la rémunération des hauts dirigeants devient étroitement associée à la performance des marchés boursiers.

Figure 3

Rémunération totale des trois dirigeants les mieux rémunérés des 50 plus grandes sociétés américaines comparée à l'indice S&P

(Rémunération en \$ constants de 2000)

SOURCE: FRYDMAN ET SAKS, 2007



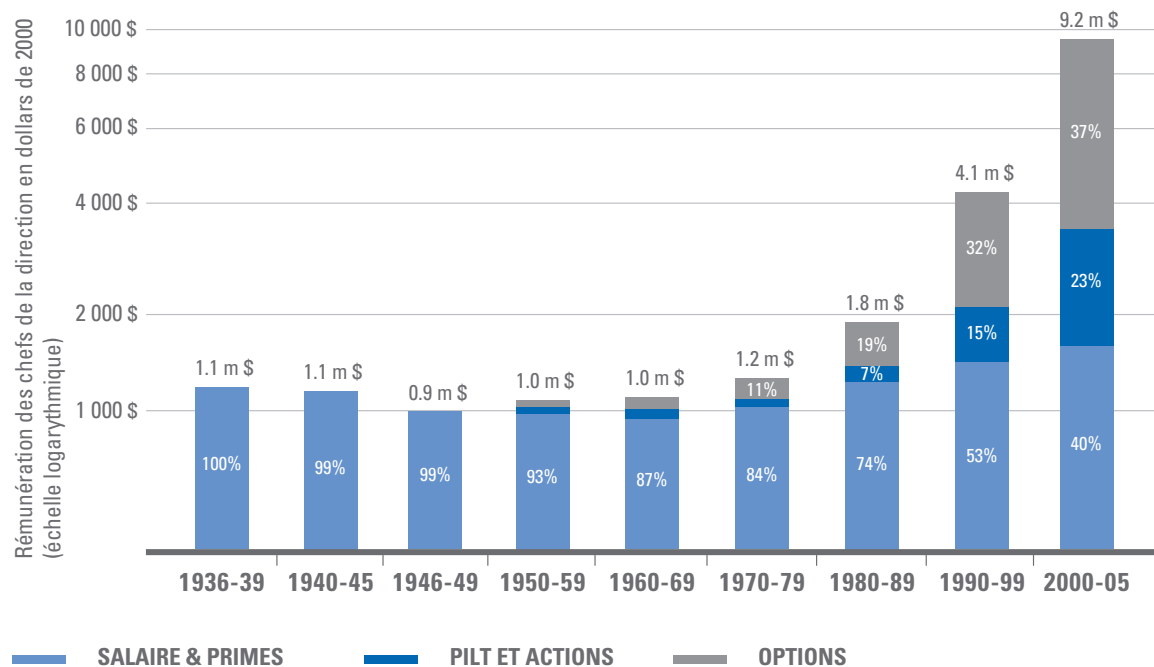
Évidemment, ce phénomène est facile à expliquer en étudiant la composition de la rémunération des chefs de la direction des 50 plus grandes sociétés américaines, comme le fait la **Figure 4**. Alors que la rémunération totale a été *multipliée par 9* pendant cette période, les salaires et les primes en dollars constants n'ont pas beaucoup augmenté. Par contre, les options d'achat d'actions et la rémunération liée aux actions comptent pour 47 % de la rémunération totale au cours de la période 1990-1999 et pour 60 % dans la période 2000-2005.

Figure 4

Composition de la rémunération des chefs de la direction dans les 50 plus grandes sociétés américaines, 1936-2005

(En \$ constants 2000)

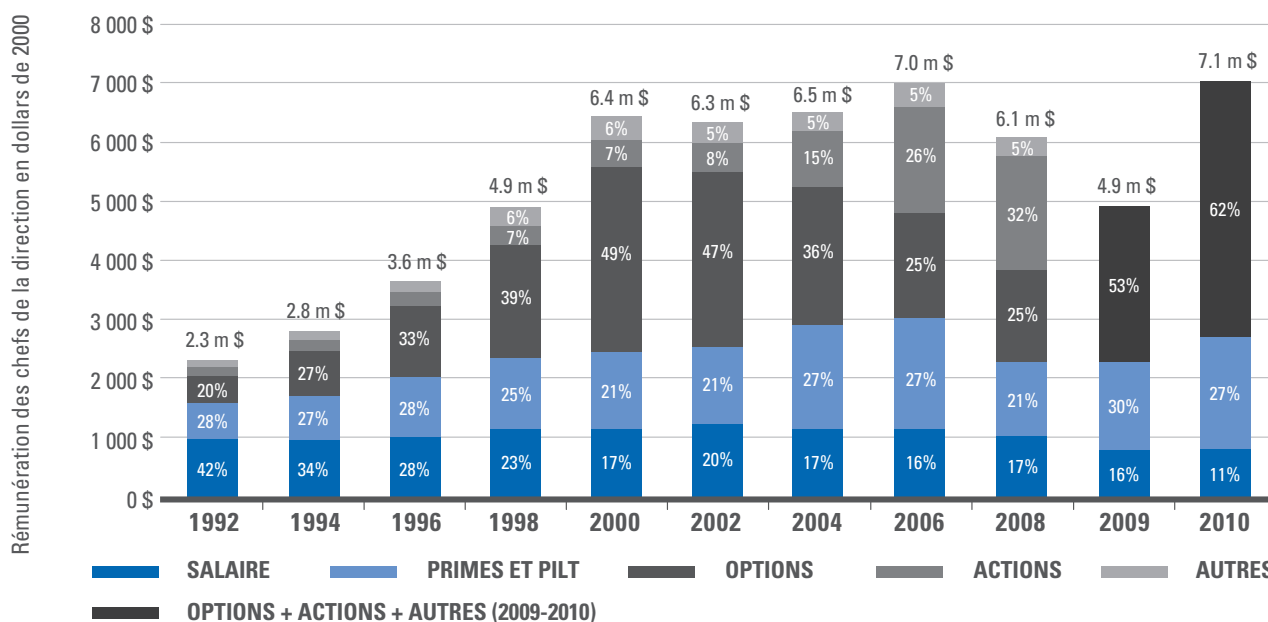
SOURCE: FRYDMAN ETJENTER, 2010



La **Figure 5** présente un aperçu plus récent et détaillé de la rémunération des chefs de la direction américains de l'ensemble des sociétés comprises dans l'indice S&P 500 pour la période 1992-2010.

Figure 5
Composition de la rémunération des chefs de la direction, 1992-2010 S&P 500
(En \$ constants de 2000)

SOURCE: FRYDMAN ET JENTER, 2010



En dollars constants de 2000, on constate un plafonnement de la rémunération à partir de 2000, après le triplement survenu entre 1992 et 2000. Cela pourrait être un indice d'une résistance plus efficace des investisseurs et des conseils d'administration; ou cela peut simplement refléter le fait que la rémunération est aujourd'hui principalement versée sous forme d'options d'achat d'actions et d'actions subalternes, dont on établit la valeur, dans les deux cas, au moment de leur attribution, en utilisant des variantes du modèle d'évaluation de Black Scholes, une mesure qui ne nous fournit aucune indication de la véritable rémunération en espèces qui sera encaissée un jour.

Concrètement, la **Figure 5** montre que pour environ 6 millions de dollars de rémunération médiane versée en 2008, près de 25 %, ou 1,5 million de dollars, prend la forme d'options d'achat d'actions. Les options sont acquises au fil d'un certain nombre d'années, et peuvent généralement être exercées pour une période de dix ans après leur attribution. On ne connaît pas la valeur réelle en espèces que généreront ces options pour les dirigeants qui les détiennent, mais ces montants peuvent être plusieurs fois supérieurs à leur valeur nominale de 1,5 million de dollars.

› Qu'en est-il de la rémunération des dirigeants canadiens ?

Ce n'est que depuis 1998 que l'on tient à jour des renseignements fiables sur la rémunération des dirigeants au Canada; mais pour cette période de 12 ans, nous avons compilé et structuré ces données pour les rendre comparables aux statistiques américaines. Notre analyse couvre les 60 plus importantes entreprises en termes de capitalisation boursière. Nous croyons que ce groupe est en quelque sorte comparable aux 500 plus grandes sociétés américaines qui composent le S&P 500.

Effectivement, les plus petites sociétés du S&P 500 avaient des revenus de 1,4 milliard de dollars et une capitalisation boursière de 1,6 milliard de dollars (au 31 décembre 2010). Les plus petites parmi les 60 sociétés canadiennes avaient des revenus de 1,4 milliard de dollars et une capitalisation boursière de 3,4 milliards de dollars (au 31 décembre 2010). Évidemment, le groupe canadien comporte une plus forte proportion d'entreprises des secteurs miniers, énergétique et des services financiers (voir à l'Annexe 1, la liste des 60 plus grandes sociétés canadiennes au 31 décembre 1998 et au 31 décembre 2010).

En dollars historiques (ou courants), le taux annuel composé de l'augmentation de la rémunération des chefs de la direction des sociétés du TSX 60 pour la période 1998-2010 a atteint 10,9 %. Le taux annuel composé de l'augmentation de la valeur au marché du TSX 60 a atteint 5,9 % pour la même période.

La **Figure 6** montre le niveau et la structure de la rémunération des chefs de la direction pour ces sociétés canadiennes. Comme pour les chefs de la direction américains, les salaires en dollars constants n'augmentent pas beaucoup au cours de la période étudiée, tandis que les options d'achat d'actions atteignent un sommet de 35-36 % en pourcentage de la rémunération totale pour la période 2000-2002 (en comparaison de 49 % aux États-Unis) et sont retombées à 22 % au cours des dernières années (comparativement à 25 % aux États-Unis).

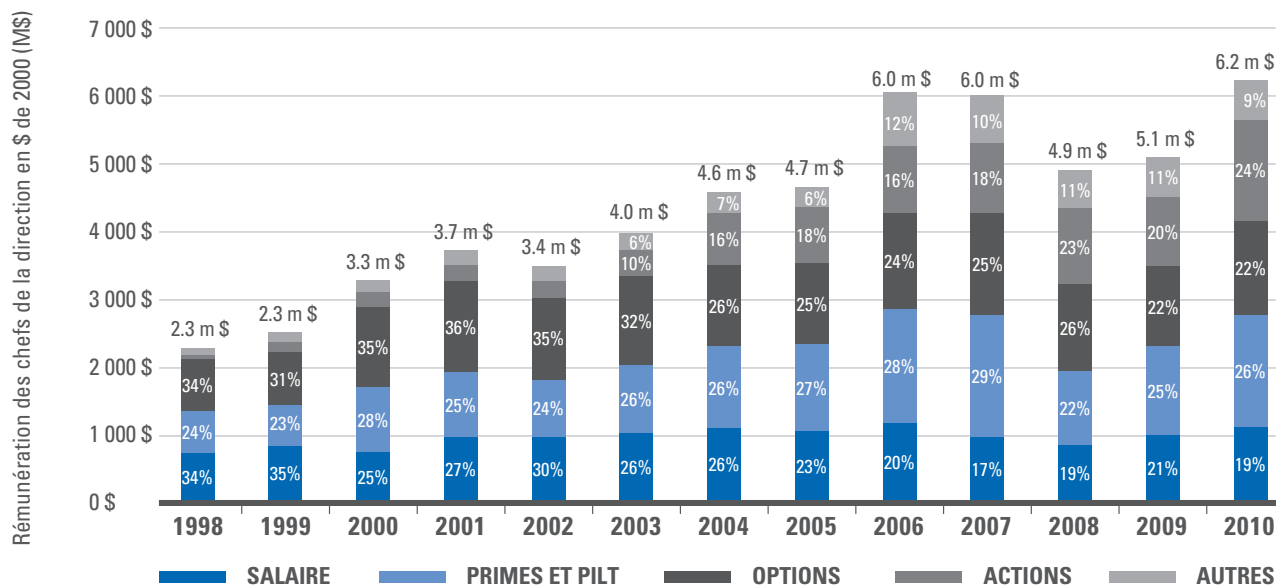
Le changement le plus remarquable au cours de la période a été la popularité croissante des actions à exercice restreint comme mode de rémunération, puisqu'elles sont passées d'une proportion insignifiante en 1998 à 24 % de la rémunération totale en 2010.

Figure 6

Niveau et composition de la rémunération des chefs de la direction des sociétés du TSX 60, 1998-2010

(Valeur médiane en \$ constants de 2000)

SOURCE: COMPILATION PAR L'IGOPP À PARTIR DES CIRCULAIRES DE SOLlicitation DE PROCURATIONS PAR LA DIRECTION TIRÉES DE SEDAR, 2011



Il faut aussi noter que la catégorie « autres », qui inclut des fonds de retraite, est considérablement plus importante, en pourcentage de la rémunération totale, pour les chefs de la direction canadiens que pour les chefs de la direction américains (10 à 12 % contre 5 %).

On peut faire remonter cette différence, en partie, au rôle que jouent les fonds de retraite dans la rémunération globale des dirigeants canadiens et américains. Le coût des programmes de retraite pour les hauts dirigeants qui n'était pas soumis à des règles de divulgation, ou alors à des règles limitées, n'était pas bien compris; quand les règles de divulgation ont forcé les sociétés et leurs auditeurs à rendre compte des coûts actuariels de ces programmes, on a constaté que leur incidence sur la rémunération totale était très substantielle.

Des différences dans le traitement fiscal de même qu'un virage significatif aux États-Unis vers des régimes de retraite à cotisations déterminées (comparativement aux régimes à prestations déterminées encore prépondérants au Canada) pourraient expliquer les différences entre les deux pays, mais la question demeure complexe et ésotérique.

Comme la rémunération des chefs de la direction des banques a fait l'objet d'un intérêt particulier et de nombreux reproches, nous avons extrait de la **Figure 6** les données sur la rémunération des chefs de la direction des six plus grandes banques canadiennes. La **Figure 7** montre une composition similaire à celle de la **Figure 6**, sauf que la valeur totale de la rémunération est beaucoup plus élevée pour les chefs de la direction des banques.

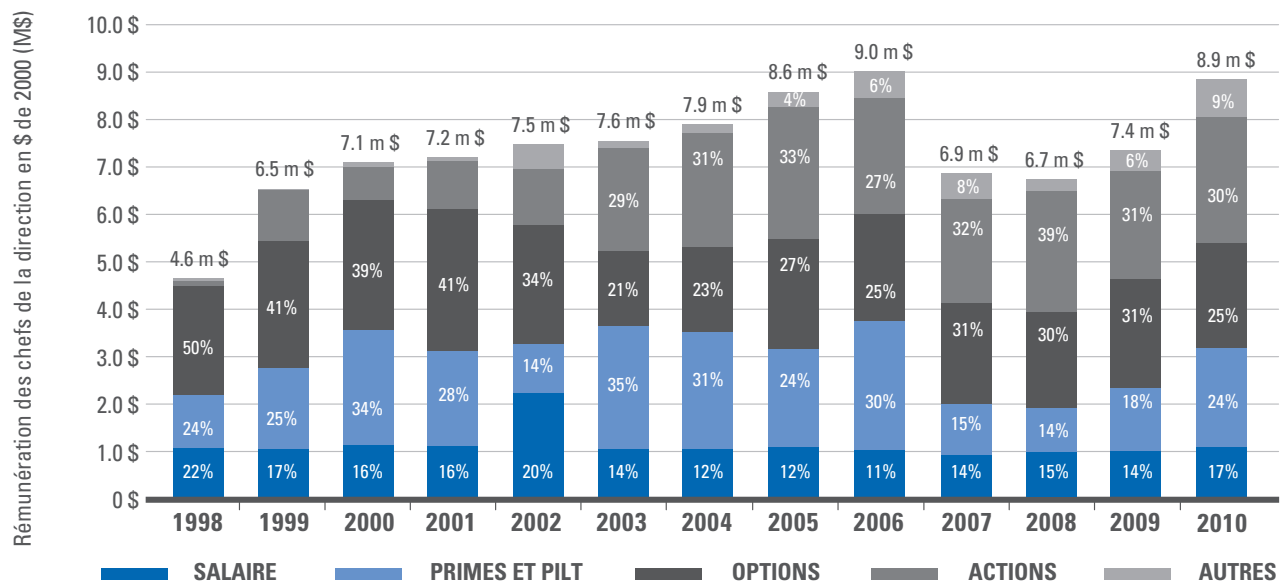
Traditionnellement, elle se chiffrait au double de la rémunération médiane de l'ensemble des 60 chefs de la direction ; vers 2008-2010, les chefs de la direction des banques recevaient environ 50 % de plus que la rémunération globale médiane des chefs de la direction des sociétés du TSX 60.

Figure 7

Niveau et composition de la rémunération des chefs de la direction des six grandes banques canadiennes, 1998-2010

(Valeur médiane en \$ constants de 2000)

SOURCE: COMPILATION PAR L'IGOPP À PARTIR DES CIRCULAIRES DE SOLlicitATION DE PROCURATIONS PAR LA DIRECTION TIRÉES DE SEDAR

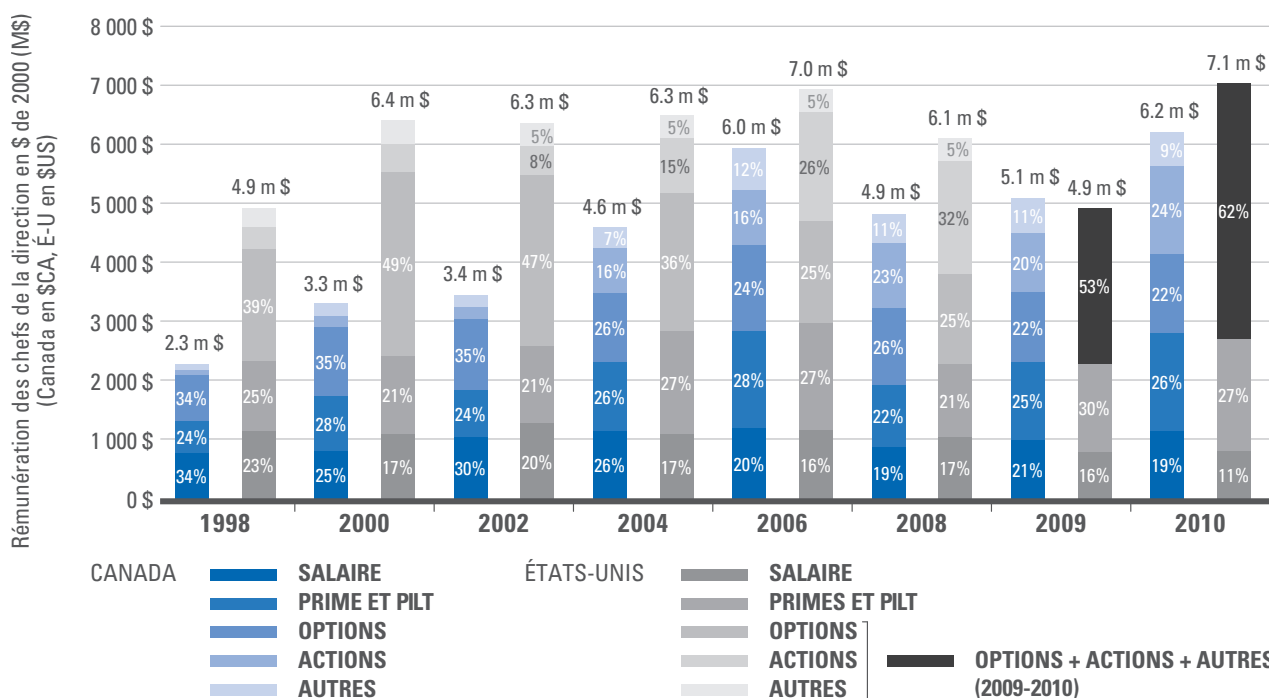


Dans le **Figure 8**, on juxtapose les enveloppes de rémunération des chefs de la direction américains et canadiens. La rémunération des chefs de la direction américains équivalait au double de celle des chefs de la direction canadiens (sans transposer les dollars américains en dollars canadiens ; en dollars canadiens les chefs de la direction américains étaient payés trois fois plus que les chefs de la direction canadiens en 1998.)

Figure 8

Niveau et composition de la rémunération médiane des chefs de la direction, 1998-2010 (Comparaison entre les chefs de la direction canadiens et américains en \$ constants de 2000)

SOURCE: CANADA > COMPILATION PAR L'IGOPP À PARTIR DES CIRCULAIRES DE SOLlicitATION DE PROCURATIONS PAR LA DIRECTION DE SEDAR, 2011
ÉTATS-UNIS > 1998-2008 FRYDMAN ET JONITOR, 2010 ET 2009-2010 GMI, 2011



Par contre, la rémunération médiane des chefs de la direction canadiens ne plafonne pas en 2000, comme celle des chefs de la direction américains, mais continue plutôt de croître jusqu'à atteindre un niveau équivalant à la rémunération des chefs de la direction américains à compter de 2006.

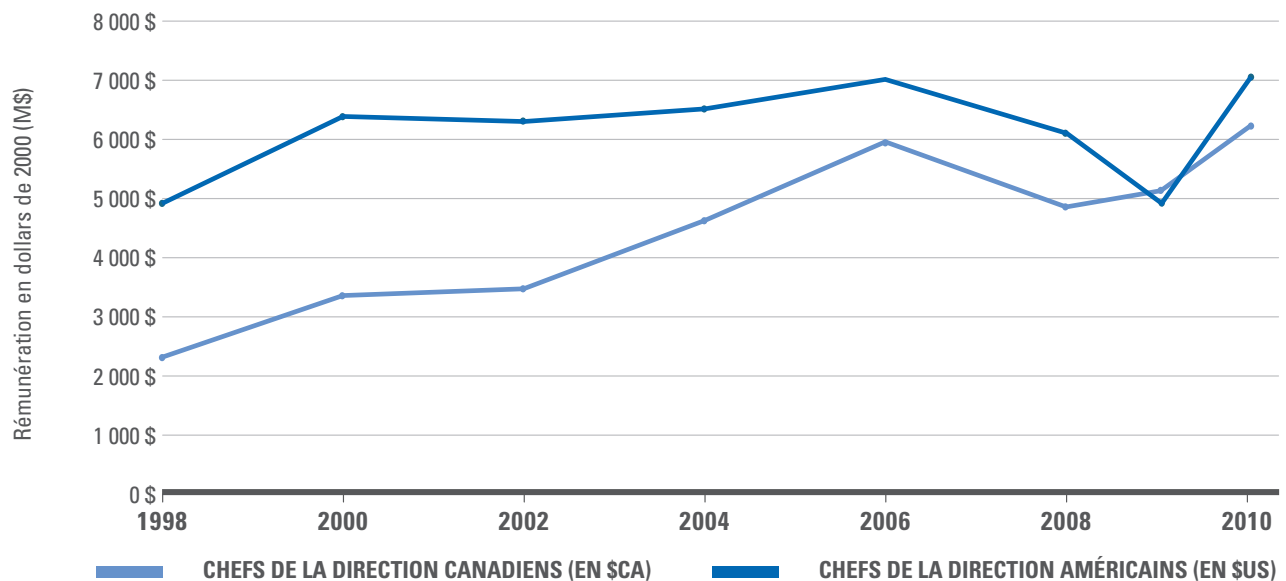
Est ce qu'on peut attribuer cette tendance au fait qu'un nombre croissant de grandes sociétés canadiennes incluent des sociétés américaines dans l'échantillon aux fins de comparaison au moment d'établir l'enveloppe de rémunération de leur chef de la direction ?

La convergence entre la rémunération des chefs de la direction canadiens et américains est effectivement évidente⁴ dans la **Figure 9**.

Figure 9

Rémunération des chefs de la direction américains et canadiens Comparaison entre les sociétés du TSX 60 et du S&P 500 (Médiane en \$ constants de 2000)

SOURCE: CANADA > COMPILATION PAR L'IGOPP À PARTIR DES CIRCULAIRES DE SOLLICITATION DE PROCURATIONS PAR LA DIRECTION TIRÉES DE SEDAR
ÉTATS-UNIS > 1998-2008 FRYDMAN ETJENTER, 2010 ET 2009-2010 GMI, 2011



⁴ Sapp et Southam (2003) ont mené une comparaison fine de la rémunération des chefs de la direction canadiens et américains à partir d'un échantillon de sociétés de tailles et de secteurs comparables pour la période 1998-2002. Ils en étaient alors venus à la conclusion suivante: « Même si les enveloppes de rémunération totale des dirigeants au Canada et de leurs homologues américains ne sont pas remarquablement différentes, nous constatons des différences significatives dans la manière dont ces rémunérations sont versées (c.-à-d. entre les pourcentages des différentes composantes de cette rémunération). » Nos données montrent qu'en 2010, il y a aussi eu convergence dans la composition de la rémunération des chefs de la direction canadiens et américains.

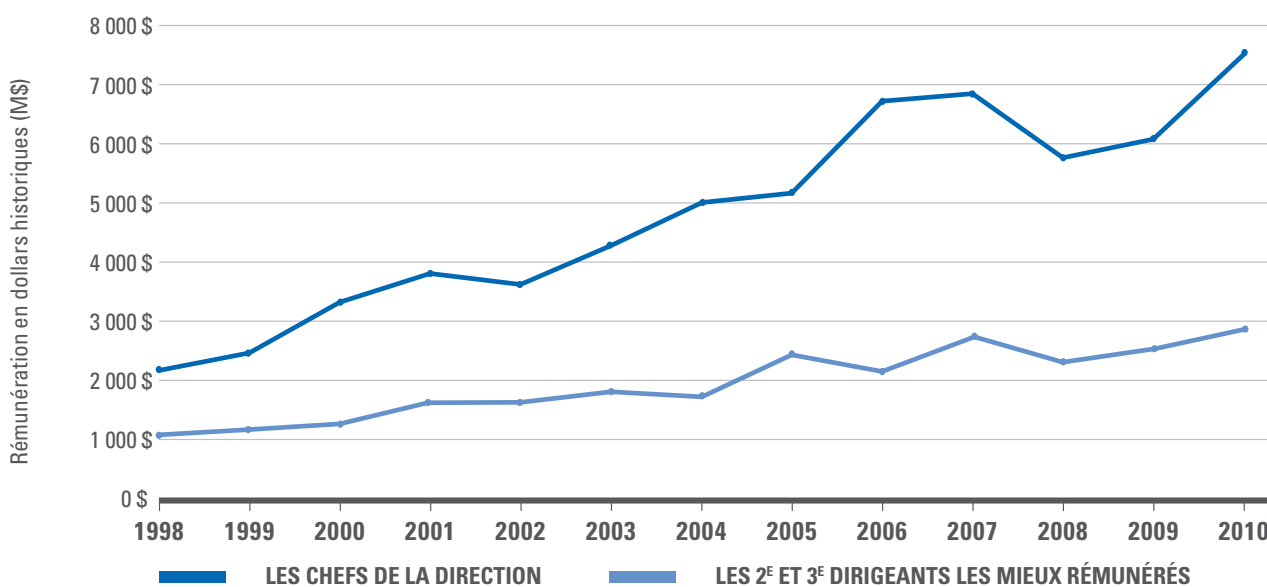
Comme aux États-Unis, l'écart s'est graduellement creusé entre la rémunération des chefs de la direction canadiens et celle des 2^e et 3^e dirigeants les mieux rémunérés (**Figure 10**). Le rapport entre ces rémunérations (en dollars historiques) est passé d'environ le double à plus que 2,6 au cours du bref intervalle 1998-2010.

Figure 10

Tendance de la rémunération des chefs de la direction canadiens comparée à celle des 2^e et 3^e dirigeants les mieux rémunérés, 1998-2010

(Rémunération médiane en dollars historiques)

SOURCE: COMPILATION PAR L'IGOPP À PARTIR DES CIRCULAIRES DE SOLlicitATION DE PROCURATIONS PAR LA DIRECTION TIRÉES DE SEDAR



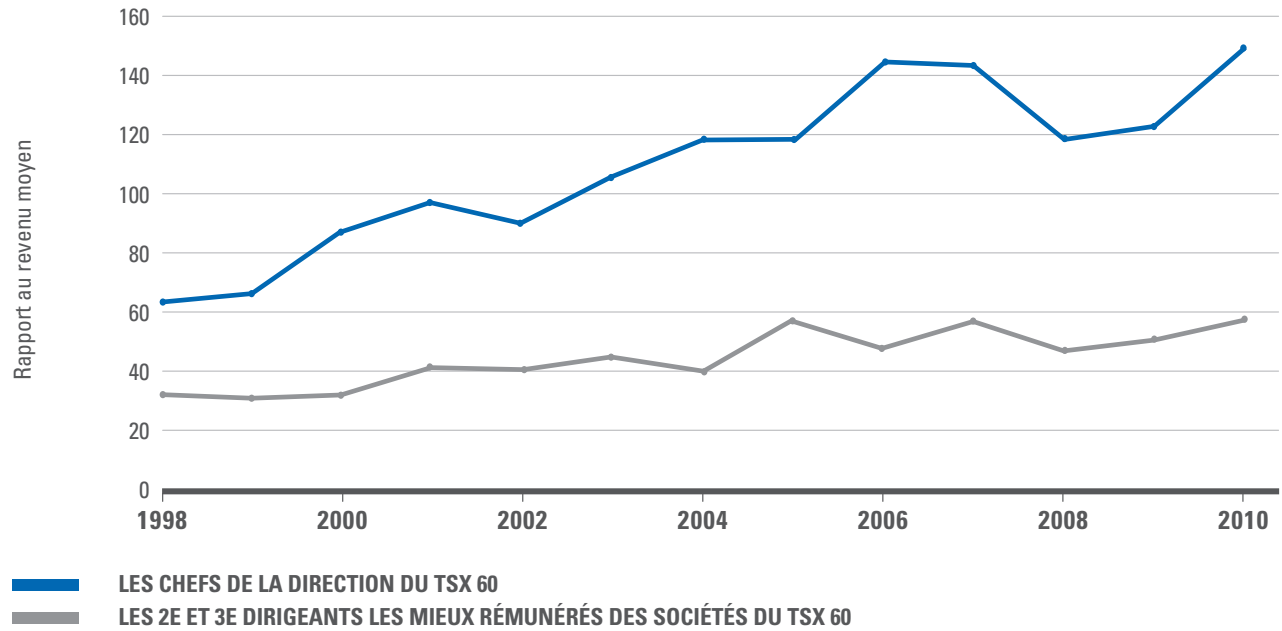
L'ÉQUITÉ DES REVENUS AU CANADA ?

Comme l'illustre la **Figure 11**, le rapport entre la rémunération médiane des chefs de la direction et le salaire moyen dans le secteur privé passe de 60 en 1998 à 140 en 2010. Pour la même période le rapport entre la rémunération des 2^e et 3^e dirigeants les mieux rémunérés et le salaire moyen des employés du secteur privé canadien connaît une augmentation modérée, passant de 31,5 en 1998 à 57 en 2010. *Cela donne à penser que la question de l'équité associée à la rémunération est avant tout liée à la rémunération des chefs de la direction.*

Figure 11

Rapport entre la rémunération médiane nominale des dirigeants et le salaire moyen des employés du secteur privé canadien, 1998-2010

SOURCE: CANADA : COMPILATION PAR L'IGOPP À PARTIR DES CIRCULAIRES DE SOLLICITATION DE PROCURATIONS PAR LA DIRECTION TIRÉES DE SEDAR
STATISTICS CANADA. CANSIM, TABLE 383-0010

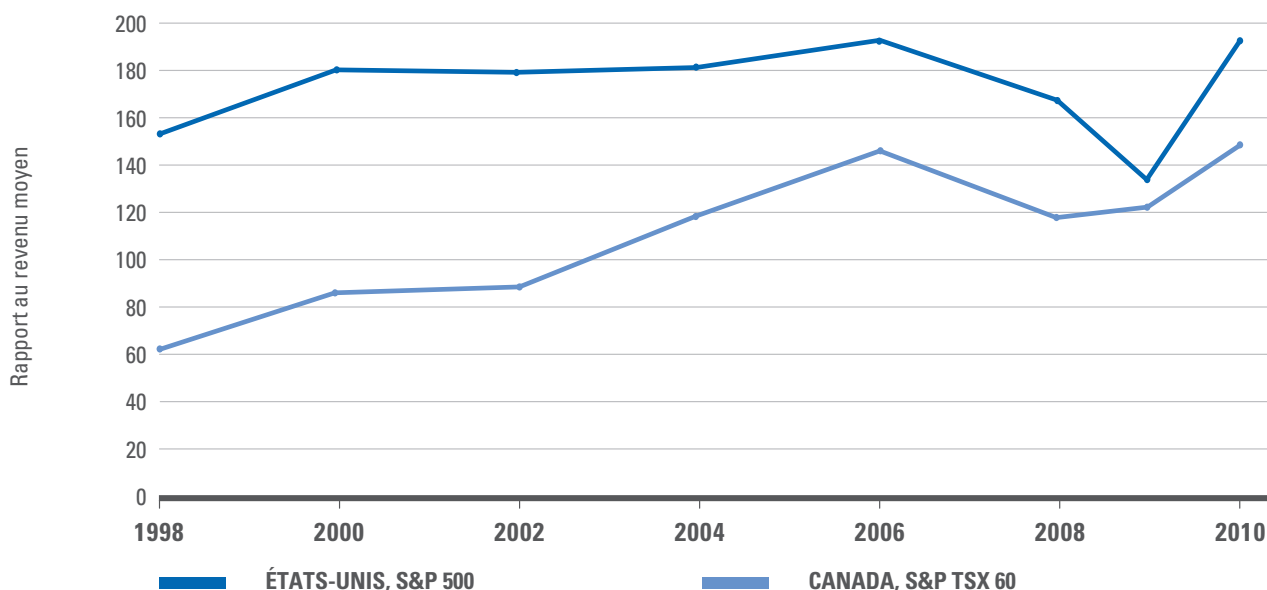


En fait, le rapport entre la rémunération des chefs de la direction et le salaire moyen des employés du secteur privé, qui était déjà de l'ordre de 160 à 180 aux États-Unis pour la période 1998-2000, s'est stabilisé à ce niveau depuis. Par contraste, en ce qui concerne les chefs de la direction canadiens, ce rapport a continué d'augmenter tout au long de la période étudiée et a maintenant atteint un niveau proche de celui des chefs de la direction américains, comme l'illustre la **Figure 12**.

Figure 12

Valeur médiane de la rémunération des chefs de la direction en rapport avec le salaire des travailleurs du secteur privé : comparaison Canada / États-Unis, 1998-2010

SOURCE : CANADA : COMPILATION PAR L'IGOPP À PARTIR DES CIRCULAIRES DE SOLLICITATION DE PROCURATIONS PAR LA DIRECTION TIRÉES DE SEDAR
STATISTICS CANADA. CANSIM, TABLE 383-0010



› Changements significatifs dans la « propriété » et la gouvernance des entreprises au cours des 30 dernières années

Cette évolution remarquable dans la rémunération des dirigeants, telle que décrite dans les figures précédentes, s'est produite au même temps que survenaient des changements importants dans l'actionariat et la gouvernance des sociétés ouvertes. Ces changements se sont d'abord produits, et avec plus d'intensité, aux États-Unis, mais on a pu observer les mêmes phénomènes dans la plupart des économies développées.

Il est difficile d'établir un lien de causalité entre ces phénomènes mais leur étroite association temporelle intrigue.

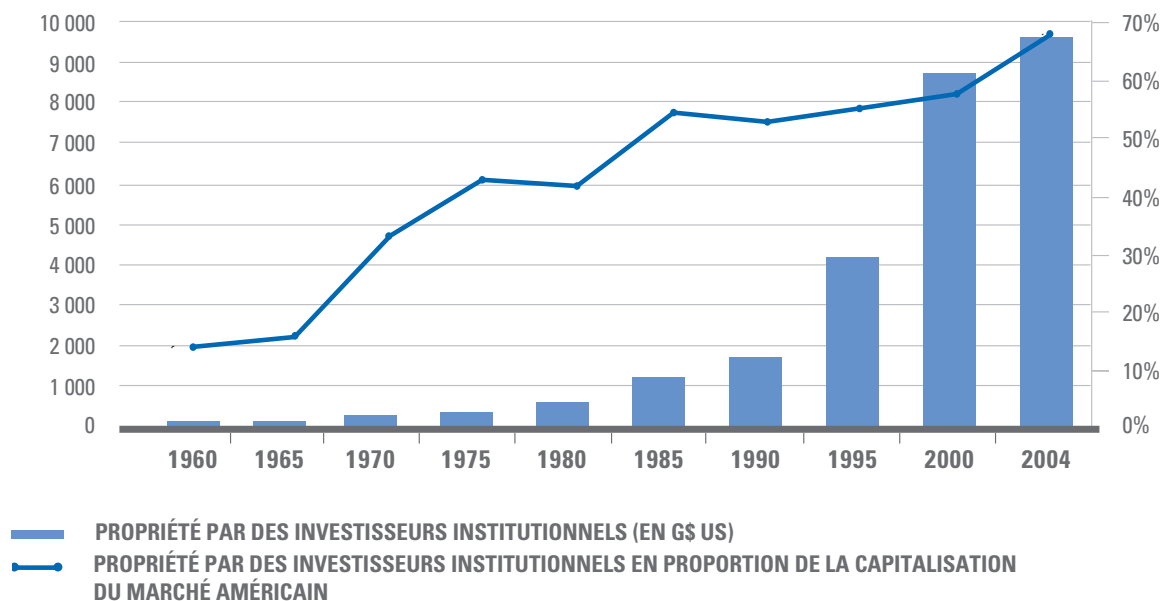
Le premier de ces changements, de nature capitale, tient à la proportion croissante des actions des entreprises détenues par des investisseurs institutionnels, au point qu'à compter de 1985, les institutions détenaient la majorité des actions des sociétés ouvertes américaines. Cette proportion a continué d'augmenter de sorte qu'elle atteint aujourd'hui plus de 70%. Techniquement et au plan juridique, les détenteurs de participations majoritaires dans les sociétés cotées en bourse sont des actionnaires institutionnels et des fonds (fonds de retraite, fonds communs de placement et d'autres de types de fonds variés). La **Figure 13** présente une image éloquent de cette évolution.

Figure 13

Évolution de la propriété par des investisseurs institutionnels (É.-U.)

Pour 1000 sociétés cotées en bourse américaines

SOURCE: GORDON, J.N. 2006

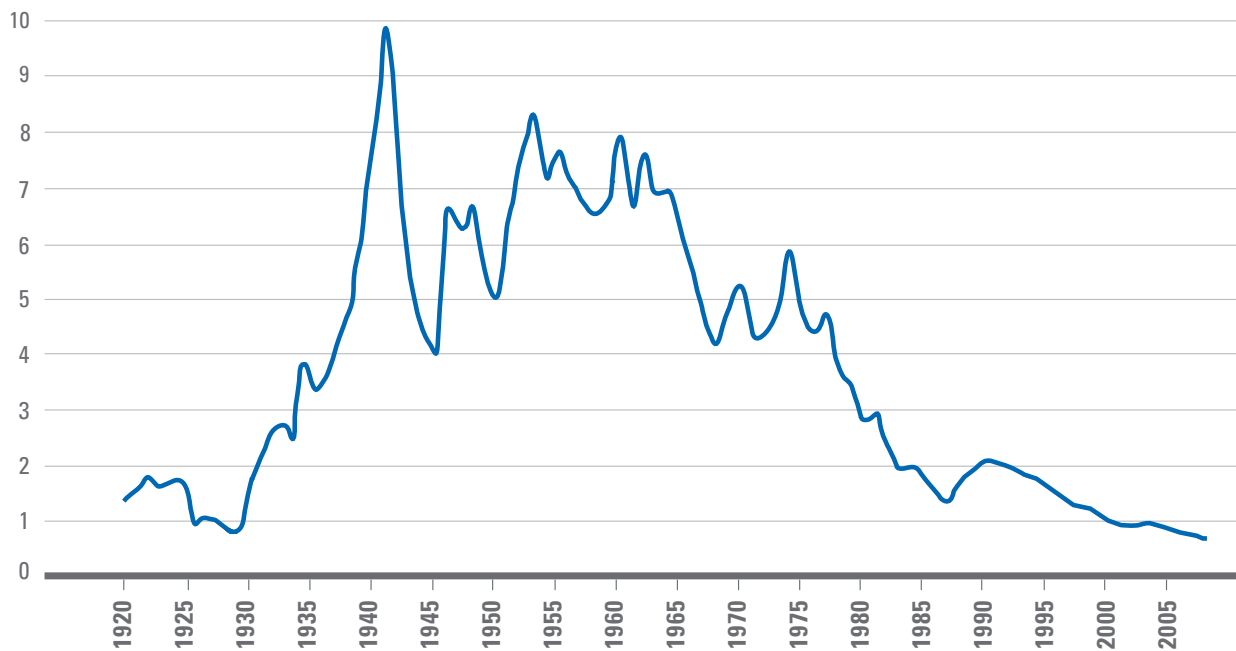


Ensuite, le temps moyen pendant lequel un acheteur conserve des actions, sous l'influence des jeux de spéculation et des stratégies de gestion des fonds, a commencé à diminuer dans la décennie 1980, d'une moyenne de 5-6 ans à moins d'un an aujourd'hui pour la bourse de New York (**Figure 14**).

Figure 14

Durée moyenne de détention des actions (en années) - NYSE 1920-2008

SOURCE: SG GLOBAL STRATEGY RESEARCH

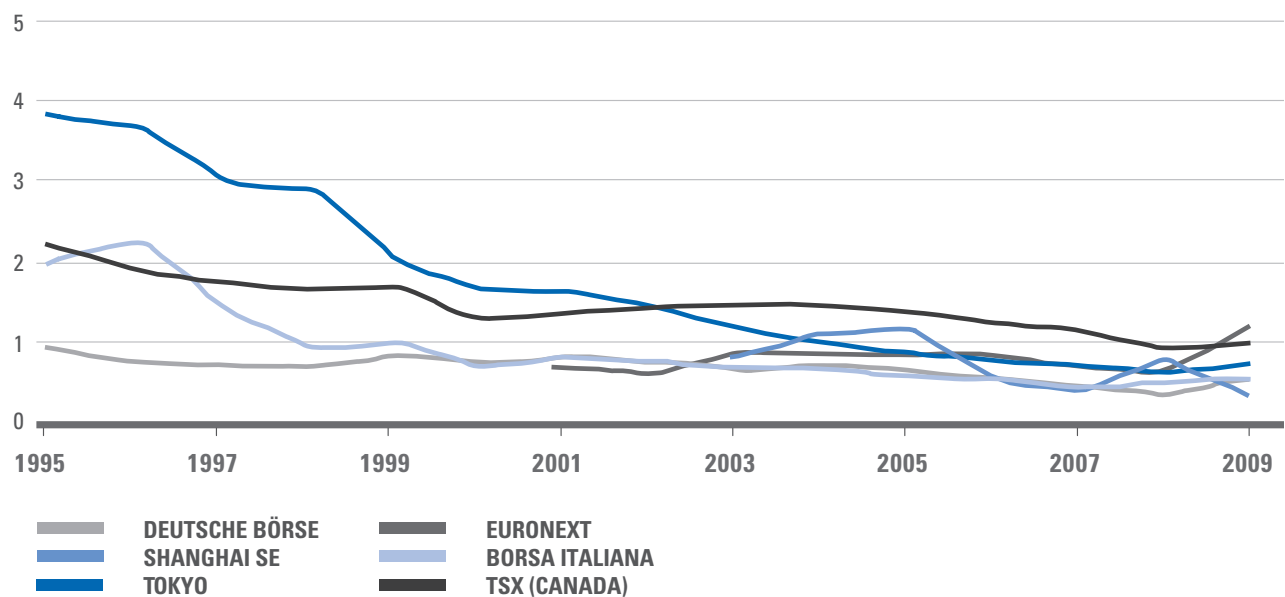


Mais il s'agit d'un phénomène mondial, comme le montre la **Figure 15**.

Figure 15

Durée moyenne de détention des actions sur d'autres grandes bourses 1995-2009 - (en années)

SOURCE: WORLD FEDERATION OF EXCHANGE



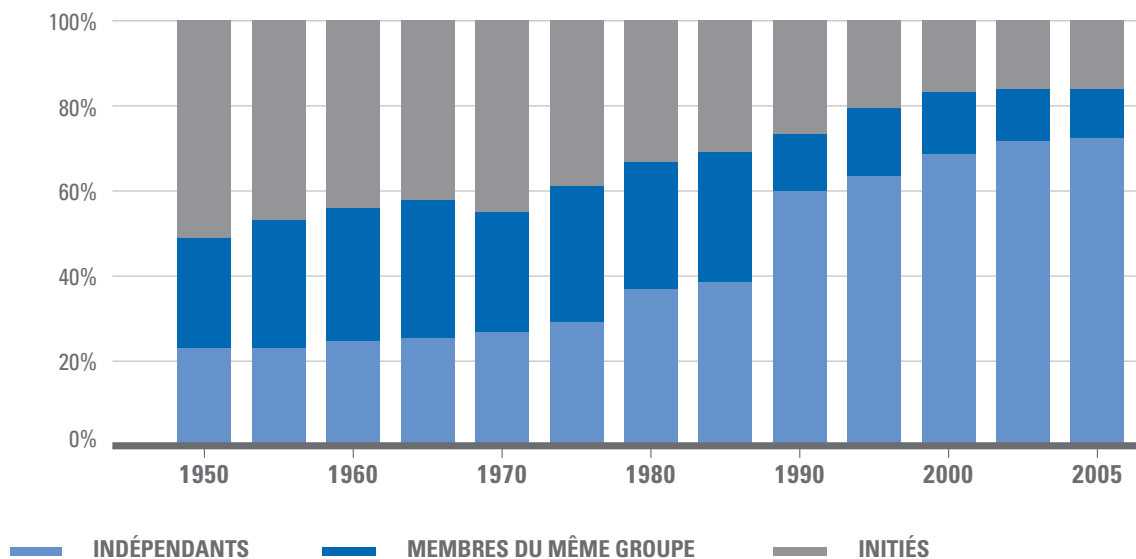
À mesure que les investisseurs institutionnels devenaient actionnaires majoritaires, la pression montait pour qu'on apporte des changements aux pratiques de gouvernance, tendance également encouragée par les scandales du début de la décennie 2000. Une pierre d'assise de la bonne gouvernance dont les investisseurs institutionnels faisaient la promotion voulait qu'une majorité des membres du conseil soit indépendants de la direction. C'est une pratique qui s'imposa rapidement.

Vers 1990, plus de la moitié de tous les membres du conseil des sociétés ouvertes américaines étaient formellement considérés comme « indépendants » (**Figure 16**).

Figure 16

Composition du conseil des sociétés américaines, 1950-2005

SOURCE: ADAPTÉ DE GORDON, J.N. 2006



En 2009, les administrateurs « indépendants » composaient⁵:

- 82 % de tous les membres de conseils d'administration des sociétés américaines (S&P 500);
- 79 % des conseils d'administration des 100 plus grandes sociétés canadiennes;
- 62 % des conseils d'administration des 150 plus grandes sociétés britanniques. (Spencer Stuart Board Index 2009)

⁵ La corrélation entre, d'une part, la proportion croissante de membres du conseil indépendants, la propriété majoritaire des actions par les investisseurs institutionnels, et d'autre part, la croissance fulgurante de la rémunération des dirigeants est certainement intrigante.

Passons en revue ce que nous apprend cette brève rétrospective sur les trois phases distinctes des modèles de gestion :

LA PHASE I – LE CAPITALISME GESTIONNAIRE : DES ANNÉES 1930 AU MILIEU DES ANNÉES 1980⁶

Cette première phase s'étend de 1936 aux alentours de 1985, période où le *capitalisme gestionnaire*⁷ était le modèle dominant d'organisation économique pour les grandes sociétés :

- Les trois dirigeants les mieux rémunérés gagnaient moins de 30 fois le revenu moyen des salariés ; (**Figure 1**)
- Le chef de la direction était mieux rémunéré que ses deux collègues suivants dans l'échelle, mais dans une modeste proportion ; (**Figure 2**)
- La rémunération des dirigeants n'était pas liée à la performance générale des marchés boursiers ; (**Figure 3**)
- La rémunération était constituée presque exclusivement du salaire et de primes, qui n'ont pas tellement augmenté, en dollars constants, au cours de la période de 1936 à 1980 ; (**Figure 4**)
- La majorité des actions des sociétés sont détenues par des particuliers ; (**Figure 13**)
- Les actionnaires conservent leurs actions pour six à huit ans en moyenne, sauf pendant la bulle boursière des années 1920 ; (**Figures 14 et 15**)
- Les conseils d'administration sont composés en majorité de cadres supérieurs et de personnes affiliés à l'entreprise (**Figure 16**)

LA PHASE II – LA TRANSITION VERS LE CAPITALISME FINANCIER : DU MILIEU DES ANNÉES 1980 À 2000

À partir du milieu des années 1980, tous les paramètres précédents changent radicalement.

- Les fonds institutionnels deviennent actionnaires majoritaires de la majorité des sociétés inscrites en bourse autour de 1985 ; (**Figure 13**)
- Le temps moyen pendant lequel un acheteur conserve des actions diminue rapidement pour atteindre deux ans, puis tombe sous la barre de un an ; (**Figures 14 et 15**)
- Quelque part entre 1985 et 1990, les membres indépendants deviennent majoritaires pour la plupart des conseils d'administration ; (**Figure 16**)
- Plusieurs universitaires reconnus déclarent que la raison pour laquelle les entreprises traditionnelles ne livrent pas une valeur maximale à leurs actionnaires est liée à la part dérisoire de la richesse créée pour les actionnaires qui revient aux hauts dirigeants. (Jensen et Meckling, 1976, Jensen, 1989, Jensen and Murphy, 1990). L'expérience des acquisitions par endettement

⁶ Cette période est pratique, compte tenu de la disponibilité de données statistiques pour les États Unis. On possède beaucoup moins de données canadiennes pour la même période.

⁷ Berle et Means (1932), Barnard (1938), Drucker (1954, 1972, 1976), Whyte (1956), Sloan (1964), Chandler (1962, 1977, 1994), Galbraith (1967) et d'autres ont décrit le fonctionnement de ce modèle de la grande société.

(*leveraged buy out, LBO*) de sociétés ouvertes dans les années 1980 offrait des exemples probants que les formes traditionnelles de gouvernance et de rémunération des dirigeants menaient à une présumée « destruction de valeur » pour les actionnaires.

- Les investisseurs institutionnels, convaincus par cet argument, deviennent plus exigeants à l'égard de la promotion de leur intérêt par les conseils d'administration. La manière d'atteindre cet objectif devient évidente: il faut accorder aux hauts dirigeants une quantité importante d'options d'achat d'actions pour qu'ils se fassent une priorité absolue, quasi obsessionnelle, de la *création de valeur pour les actionnaires*.
 - *« Ce que nous trouvons particulièrement inquiétant, c'est que, sans aucune preuve empirique significative nous permettant de vérifier les recommandations de Jensen et Murphy (1990), durant les années 1990, les conseils d'administration ont donné beaucoup plus de place au mécanisme fondé sur des options d'achat d'actions, et n'ont pas vérifié soigneusement la valeur de ces programmes de rémunération fondés sur les rendements boursiers ou n'ont pas tenu compte du manque à gagner pour les actionnaires. »* (Michaud and Gai, 2009)
- Jusqu'en 1985, les options d'achat d'actions représentaient une très petite fraction de la rémunération globale des dirigeants. Ce modèle connaît ensuite une croissance exponentielle et, vers 1996, devient la composante majeure de la rémunération globale des dirigeants (**Figures 4 et 5**);
- Au début de la décennie 1980, les sociétés, l'une après l'autre, ont déchiré le vieux « contrat » qui les liait à leurs dirigeants: sécurité d'emploi, promotion interne et sécurité de la retraite. Poussées par la dure récession des années 1981-1982, par la dérèglementation des marchés et la concurrence étrangère, et par des investisseurs institutionnels moins passifs (nouveaux détenteurs de la majorité de leurs actions), les entreprises voulaient la possibilité de recruter les dirigeants qu'elles voulaient et de les remercier quand elles voulaient. Ainsi est apparu un marché du talent managérial, alors que les hauts dirigeants devenaient de plus en plus mobiles, soit qu'on les ait mis à pied, soit qu'ils recherchaient de meilleures conditions.

Conséquemment:

- Aux États-Unis, la rémunération totale des trois dirigeants les mieux rémunérés atteint un multiple de plus de 100 fois le revenu moyen des salariés; au Canada, pour 2000, ce rapport est d'environ 50 fois;
- La rémunération des chefs de la direction correspond à un multiple croissant de celle de ses 2^e et 3^e collègues les mieux rémunérés, atteignant un facteur de 3 autour de l'an 2000; la notion de « chefs de la direction vedette » remplace le concept de « l'équipe à la barre »; toutefois, en 2000, le chef de la direction canadien ne gagne que deux fois le revenu de ses 2^e et 3^e collègues les mieux rémunérés;
- La rémunération totale des dirigeants fluctue en étroite association avec les indices boursiers;

- À compter des années 1930, les salaires et les primes en dollars constants n'augmentent pas beaucoup; toutefois, la rémunération totale flambe, poussée à la hausse par les options d'achat d'actions et les attributions d'actions à exercice restreint⁸. (Les salaires et primes augmentent, en dollars constants, de 1,1 million de dollars en 1936 à 1,5 million de dollars pour la période 2000-2005; mais la rémunération totale grimpe en flèche à 9,2 millions de dollars pour les 50 plus grandes sociétés américaines (**Figure 4**);
- Le pourcentage de la rémunération totale du chef de la direction qui est à risque, autrefois négligeable, a augmenté pour atteindre 70 % du montant total; les investisseurs institutionnels et les promoteurs de la gouvernance sont fortement en faveur de cette tendance;
- De nouveaux acteurs financiers, des fonds privés d'investissement, des fonds de couverture et des fonds spéculatifs de tous ordres se sont multipliés; leurs dirigeants engrangent des revenus astronomiques, équivalents à plusieurs fois la rémunération des dirigeants traditionnels; en 2010, quelque 25 gestionnaires de fonds de couverture ont touché ensemble *plus de trois fois la rémunération totale de tous les chefs de la direction du S&P 500*.

PHASE III – LA CONTRE-OFFENSIVE...PLUS OU MOINS: DE 2000 À AUJOURD'HUI

- L'implosion de la bulle Internet télécoms et les scandales Enron, WorldCom et autres en 2001 et 2002 ont fait de la rémunération des dirigeants, considérée par plusieurs comme une des causes de ces fiascos, une préoccupation majeure pour les investisseurs, les agences gouvernementales et les spécialistes de la gouvernance.
 - Le magazine Fortune publie en juin 2001 un article remarqué⁹ intitulé "*The Great CEO Pay Heist Executive compensation has become highway robbery*" (« Le grand détournement des revenus par les chefs de la direction – La rémunération des dirigeants s'apparente désormais à un vol de grand chemin »);
 - En 2006, le Wall Street Journal a publié une série d'articles sur la rétrodatation des options, une pratique qui consiste à établir le prix d'exercice des options d'achat d'actions à une date antérieure, quand le prix des actions était plus bas, ce qui profite aux dirigeants. En conséquence, la Securities and Exchange Commission et le Department of Justice des États-Unis ont mené une enquête auprès de 131 sociétés, et 60 hauts dirigeants ont été congédiés ou ont démissionné; Steve Jobs est le dirigeant le plus connu à avoir été visé par cette enquête; il a finalement été absous de toute malversation;
- La rémunération totale des chefs de la direction des sociétés du S&P 500 a plafonné en dollars constants autour de 6 à 7 millions de dollars depuis l'an 2000. (**Figure 5**). Les investisseurs

⁸ Les actions à exercice restreint sont une forme de rémunération selon laquelle le dirigeant reçoit des actions de la société qu'il ne peut pas revendre pendant une certaine période; la restriction peut aussi comporter l'exigence que certains objectifs de performance soient satisfaits avant que le dirigeant acquière la propriété de ces actions.

⁹ En 1991, le consultant en rémunération Graef S. Crystal avait dénoncé ses clients dans un livre intitulé "*In Search of Excess: The Overcompensation of American Executives*". (*La quête de l'excès: la surrémunération des dirigeants américains*). Le livre avait connu un certain retentissement à l'époque, mais a été quelque peu oublié dans le tourbillon des prospères années 1990.

institutionnels ont gagné en efficacité quand il s'agit de forcer les conseils d'administration à limiter la rémunération, ou plus précisément, à assujettir celle-ci plus étroitement à la performance (à la performance à long terme, espérons le).

- *Les données canadiennes nous montrent d'autre part que la rémunération des chefs de la direction, qui traînait derrière la rémunération des chefs de la direction américains en 2000, a continué à progresser jusqu'en 2006, moment où elle s'était considérablement rapprochée du niveau et de la structure de la rémunération des chefs de la direction américains.* Les mouvements de compression constatés aux États-Unis après 2000 n'ont pas commencé avant 2006 au Canada.
- Depuis 2000, on a connu un foisonnement de rapports, de directives, de comités de spécialistes¹⁰, de règlements et de recommandations dans un effort pour parvenir à formuler ce qui constituerait un régime de rémunération approprié pour les dirigeants. L'objectif de toute cette agitation était clairement *de lier la rémunération à la performance financière, à court comme à long terme.*
- La grave crise financière de 2008, où la rémunération incontrôlée a certainement joué un rôle significatif, a déclenché l'intervention d'une foule de législateurs, de commissions de valeurs mobilières, du Conseil de la stabilité financière (CSF) du G20, de la Commission européenne, de la Banque des règlements internationaux, du Congrès américain par la Loi Dodd Frank, etc. Tous ont proposé des prescriptions pour l'amélioration du système de rémunération dans le secteur financier tout particulièrement. Les pratiques de rémunération des banques et des autres acteurs financiers ont enflammé l'opinion publique et déclenché des tentatives d'intervention des pouvoirs publics, mais la défense de l'industrie a été vigoureuse et bien financée.
- La Loi Dodd Frank, les principes du CSF et les directives de l'UE insistent tous sur le fait qu'une rémunération variable devrait être liée directement, linéairement, mathématiquement si possible, à la performance financière et devrait comprendre une certaine forme de droit de récupération de la rémunération passée.
- Les conseils d'administration ont souvent été blâmés pour les niveaux de la rémunération des dirigeants et ont subi une érosion graduelle de la confiance publique à l'égard de leur compétence et de leur vigilance en matière de rémunération.
- Conséquemment, la pression en faveur d'un vote *consultatif, non contraignant*, des actionnaires sur la rémunération des dirigeants (une initiative qu'on désigne en anglais sous le vocable *Say-on-Pay*) a gagné du terrain depuis 2005; cette forme de consultation est maintenant rendue obligatoire aux États-Unis dans le cadre de la Loi Dodd Frank de 2010. Le modèle du *Say-on-Pay* a maintenant été imposé aux sociétés par actions dans plusieurs pays, soit à l'initiative des actionnaires, soit par des gestes législatifs¹¹. Au Canada, en 2011, quelque 71 émetteurs de valeurs recensés dans l'indice composé S&P/TSX se sont engagés à tenir des votes de type *Say-on-Pay*. Ce vote des actionnaires sur la rémunération, quoique généralement non contraignant,

¹¹ Le Royaume-Uni, l'Australie et la Suède ont adopté le principe de votes *non contraignants* pour toutes leurs sociétés cotées en bourse en 2002, 2004 et 2006 respectivement. Aux Pays-Bas (2004), en Norvège (2007) et en Espagne (2008), le vote des actionnaires sur la rémunération est *contraignant*.

a ajouté beaucoup à l'influence des entreprises spécialisées en gestion de procurations, qui conseillent maintenant les investisseurs, et souvent orientent leur vote, sur le caractère adéquat des régimes de rémunération.

- L'insistance sur une rémunération associée à la performance, laquelle constitue un leitmotiv des arguments en faveur d'un vote consultatif non contraignant des actionnaires sur les programmes de rémunération (*Say-on-Pay*) pourrait entraîner des résultats inattendus. La recherche d'un lien direct et quantitatif entre la rémunération et la performance a déjà engendré des formes complexes de rémunération et des mesures de performance ésotériques. La menace d'un vote négatif des actionnaires si cette corrélation n'est pas assez convaincante pourrait bien renverser la manière dont les conseils d'administration établissent la rémunération. Les conseils d'administration et les dirigeants pourraient bien se concentrer sur les ratios financiers à court et moyen termes tout en négligeant les défis à long terme et les aspects moins tangibles de la direction d'une entreprise, qui sont critiques à sa réussite et sa survie. Les **Figures 17 et 18** montrent les indices de performance associés aux incitatifs à court et à long termes pour les sociétés américaines. La dominance des indices strictement financiers est frappante, particulièrement pour les programmes d'intéressement à plus long terme pour lesquels le rendement total pour les actionnaires (RTA) est un paramètre de plus en plus fréquent.

Figure 17

Paramètres utilisés pour déterminer la performance de l'entreprise, 2008-2010
Mesures utilisées dans les programmes d'intéressement à court terme

SOURCE: LARCKER ET TAYAN, «WHAT IS CEO TALENT WORTH», SSRN 1991251, JANVIER 2012

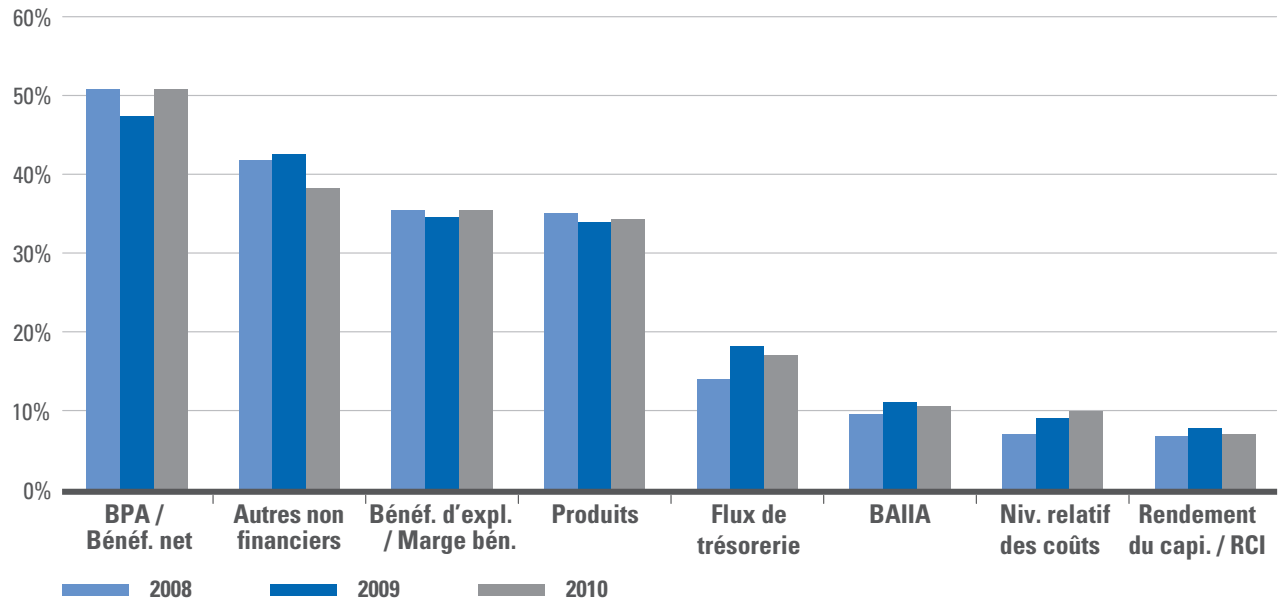
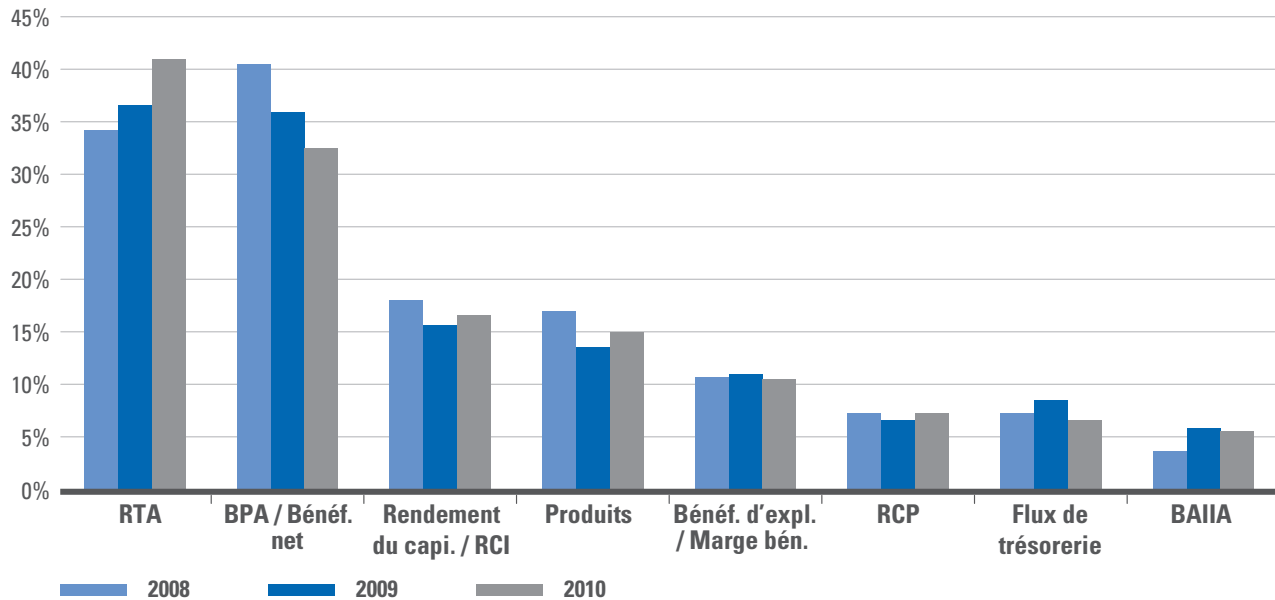


Figure 18

Paramètres utilisés pour déterminer la performance de l'entreprise, 2008-2010 Mesures utilisées dans les programmes d'intéressement à long terme

SOURCE: LARCKER ET TAYAN, «WHAT IS CEO TALENT WORTH», SSRN 1991251, JANVIER 2012



De plus, l'entreprise de conseils en gestion de procurations ISS/Risk Metrics a émis ses directives pour ses recommandations 2012 sur les propositions *Say-on-Pay*:

La politique révisée mesure aussi l'adéquation relative entre la rémunération du chef de la direction et le rendement total pour les actionnaires (RTA) au sein du groupe de pairs, pour des périodes de un an et de trois ans (avec une pondération de 40 % pour la période de un an et de 60 % pour la période de trois ans), de même que l'adéquation absolue entre la rémunération du chef de la direction et le RTA de la société sur une période de cinq ans. Là où ISS perçoit que cette adéquation est faible, ISS considérera l'effet d'un certain nombre de facteurs sur l'adéquation entre la rémunération et les intérêts des actionnaires, comme les pratiques d'analyse comparative de la société, le caractère exhaustif de la présentation d'information et le rapport entre la rémunération basée sur la performance et la rémunération totale.

- Jusqu'à la fin de la décennie 1990, on accordait beaucoup de confiance à « l'efficience » des marchés financiers, à leur capacité de discriminer entre les performances bonnes et médiocres. Pour qui croit que les marchés financiers sont efficaces, les options d'achat d'actions constituent une bonne façon de rémunérer les dirigeants; le prix des actions devrait refléter toutes les informations pertinentes; ce prix devrait être insensible aux finasseries comptables; il devrait refléter la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs escomptés à un taux qui tient complètement compte des risques; ce prix ne devrait pas fluctuer au gré des engouements, des modes ou des hystéries collectives; le prix ne reflèterait que la vraie valeur d'un titre, c'est du moins ce que prétend la théorie des marchés efficaces.

Les premières années du 21^e siècle ont fait la démonstration que cette prétendue « efficience » était largement un leurre. Malgré cela, la pratique d'attribuer aux dirigeants des quantités considérables d'options d'achat d'actions s'est poursuivie pendant la première décennie du siècle; toutefois, leur importance relative dans la rémunération totale a diminué en faveur des actions à droit d'exercice restreint. Ce type d'actions a aujourd'hui pris le pas sur les options (32 % contre 25 % pour les sociétés américaines en 2008 et 24 % contre 22 % pour les sociétés canadiennes en 2010).

Les options d'achat d'actions font l'objet de nombreuses critiques :

- Elles sont source importante d'enrichissement mais cette « fortune de papier » est dramatiquement vulnérable aux aléas des fluctuations boursières, ce qui ne peut qu'influencer les motivations et comportements des dirigeants; par exemple, le tableau suivant (Figure 19) démontre bien le paradoxe des options d'achat d'actions.

Figure 19

Effet paradoxal des options d'achat d'actions dans la rémunération des dirigeants: performance économique et financière de la Compagnie XYZ

(Selon un cas réel)

SOURCE: ALLAIRE, Y., 2011

AU 31 MAI	2003	2002	2001	2000	1999
RENDEMENT DE L'ACTIF	14,08%	13,44%	13,49%	13,54%	13,99%
RENDEMENT DES CAPITAUX PROPRES	16,65%	15,73%	14,92%	15,70%	15,54%
PRIX DE L'ACTION	16,42 \$	8,60 \$	17,16 \$	15,22 \$	9,05 \$
VÉA (k\$ CA)	65 492	45 926	29 821	21 678	27 190
RATIO COURS / BÉNÉFICE	22,78	13,61	33,99	31,44	21,00

Voilà une entreprise qui a très bien performé sur l'ensemble de la période, affichant des rendements sur l'actif et sur les capitaux propres élevés et stables tout en ajoutant une valeur économique (VÉA) croissante.

Supposons que chacun des membres de l'équipe de direction a reçu 200 000 options sur actions le 31 mai 1999, au prix d'exercice de 9,05\$. Un an plus tard, ces dirigeants sont tous millionnaires sur papier (valeur des options = 1 234 000\$). Au 31 mai 2001, ils détiennent une valeur sur papier de 1,611 million de dollars.

Au 31 mai 2002, *toute leur richesse sur papier s'est évaporée*, même si l'équipe de direction a livré des résultats meilleurs qu'au cours des trois années précédentes.

Au 31 mai 2003, les dirigeants sont à nouveau millionnaires sur papier, mais désormais continuellement inquiets que cette richesse disparaisse à nouveau, sans qu'ils en soient le moins du monde responsables, mais à cause de tendances globales des marchés boursiers sur lesquelles ils n'ont aucune influence. À n'en pas douter, le caractère aléatoire de ce genre de rémunération peut influencer les actions et les décisions des hauts dirigeants.

- Selon certains, les options incitent les dirigeants à prendre plus de risques, puisqu'ils profitent des poussées à la hausse du prix du titre mais ne sont pas pénalisés par les mouvements baissiers¹². (ou peuvent se prémunir avec des produits dérivés contre de telles baisses; de telles manigances ne sont pas formellement interdites ou illégales, bien qu'un nombre croissant de sociétés en prohibent l'usage).
- Elles ont tendance à récompenser la « chance » autant que la performance; un marché boursier haussier fait monter toutes les barques; à moins que le prix d'exercice ne soit indexé en fonction d'un indice boursier (une pratique rare qui soulève d'autres questions épineuses), les dirigeants « veinards » qui traversent une de ces époques récurrentes de flambée des cours boursiers deviendront très riches; ceux qui passeront une bonne partie de leur carrière en période de stagnation boursière auront moins de chance.

Somme toute, le niveau de la rémunération des dirigeants a vraiment décollé au début de la décennie 1990, d'abord à l'insistance et avec la bénédiction des investisseurs institutionnels; puis, ces investisseurs ont commencé à déplorer le peu de corrélation entre la rémunération et la performance. Ce reproche a nourri la recherche de façons toujours plus ésotériques de lier la rémunération à la performance.

Ces critiques acérées et insistantes des options d'achat d'actions ont mené à une désaffection relative à l'égard de cette forme de rémunération en faveur des actions à droit d'exercice restreint. Cette forme de rémunération contourne, dans une certaine mesure, la caractéristique des options d'achat d'actions selon laquelle leur valeur tombe à zéro quand le prix des actions descend sous le prix d'exercice des options;

¹² Sanders et Hambrick (2007) montrent qu'une allocation modérée d'options d'achat d'actions (de 20 % à 50 %) pousse les dirigeants vers une attitude de neutralité à l'égard des risques (c.-à-d. moins réfractaire au risque) ce qui se traduit par une performance symétriquement divisée entre les pertes et les gains. D'autre part, des dirigeants ayant reçu davantage d'options ont produit plus de grosses pertes que de gros gains. (Sanders et Hambrick, 2007, p.1070).

et elle impose aux dirigeants de partager davantage le risque des conséquences négatives de leurs décisions. Sinon, ce type d'actions en guise de rémunération pose certains des mêmes problèmes que les options d'achat d'actions : quand deviennent elles acquises ? Quels sont les critères de performance qui déterminent qu'on a « gagné » ces actions ? Quand peut on les vendre ? Comment est il possible de récupérer leur valeur si la performance se détériore peu après qu'on les ait encaissées ?

› Perspectives diverses sur la rémunération des dirigeants

LA PERSPECTIVE DES INVESTISSEURS

- Les *investisseurs* se présentent sous plusieurs aspects; les spéculateurs de passage ne s'intéressent pas vraiment aux enjeux de la rémunération des dirigeants; les investisseurs institutionnels engagés à plus long terme à l'égard de sociétés cotées en bourse s'attendent à un dévouement total, de la part de la haute direction, à la création de valeur à leur bénéfice, en tant qu'actionnaires et propriétaires collectifs présumés. Ils s'attendent aussi à ce que les conseils d'administration soient très sensibles à leurs intérêts et qu'ils prennent rapidement des décisions affirmées, selon les besoins, y compris le remplacement d'un chef de la direction qui ne réussirait pas à répondre aux attentes.
- Ils s'attendent à ce que le conseil d'administration établisse un plan de rémunération dont les paiements d'intéressement soient clairement et efficacement liés à la performance au bénéfice des actionnaires. Sous-jacentes à cette vision, on trouve deux convictions principales :

Conviction I

Dans la plupart des grandes sociétés, le chef de la direction et les autres hauts dirigeants apportent une contribution significative à la performance de l'entreprise. La recherche empirique soutient avec une conviction mitigée cette notion qui veut que le chef de la direction et la haute direction constituent le moteur de la performance de la société¹³. Le bon sens et l'expérience pratique tendraient à soutenir l'argument qu'il existe une forte corrélation entre la qualité de la direction et la performance de l'entreprise. La question est toutefois moins évidente qu'il n'y paraît, puisque cette contribution peut varier grandement selon les secteurs et les contextes. Par exemple, la contribution de l'équipe de direction est moins marquante dans les sociétés exploitées au sein de secteurs réglementés (par ex. pour les années récentes, les services publics d'électricité, le

¹³ « La recherche sur le pourcentage de variation de la performance d'une firme qui s'explique par son chef de la direction montre une valeur minimale de 3,9 % (Thomas, 1988) et maximale de 14,7 % (Wasserman, Nohria et Anand, 2001). L'amplitude de cet « effet chef de la direction » est beaucoup plus faible que celle d'autres facteurs, comme le secteur industriel et d'autres attributs de l'entreprise, sur la performance de l'entreprise. D'autres chercheurs universitaires ont aussi documenté l'impact relativement modeste des chefs d'entreprise dans une variété de contextes empiriques (Bass, 1990; Hambrick et Finkelstein, 1996) ». La recherche de Mackay conclut toutefois que le chef de la direction peut expliquer près de 30 % de la performance d'une entreprise, un pourcentage nettement plus élevé que celui trouvé par les autres chercheurs (Mackay, 2006, p.3).

téléphone, les banques, etc.), les sociétés exploitant des marques établies et des segments de marché résultants d'investissements consentis sur de nombreuses années (Coca-Cola, etc.), les sociétés exploitées sur des marchés de produits de base où la performance est en corrélation directe avec les prix mondiaux des produits sur lesquels la direction n'a pas de contrôle (par ex. aluminium, papier, or, pétrole, etc.). À l'autre bout du spectre, les entreprises de service, celles fonctionnant à contrat, et les entreprises axées sur le développement de produits et l'innovation comportant des risques exigent un « capital humain » de grande qualité et une direction de premier plan pour alimenter leur performance. Idéalement, le conseil d'administration devrait établir quelle proportion de la performance de la société est vraiment attribuable à la haute direction, ce qui s'avère une tâche difficile en pratique.

Conviction II

Les investisseurs institutionnels tendent à croire que la rémunération est le moteur de la performance des hauts dirigeants. Encore ici, le bon sens et l'expérience pratique tendraient à soutenir cette croyance. Toutefois, la recherche empirique indique que cette corrélation est généralement insaisissable. Un exemple récent nous vient de Michaud et Gai (2009) qui ont mené une analyse en profondeur des corrélations entre six modalités de rémunération des chefs de la direction (salaires, primes en espèces, actions à exercice restreints, options d'achat d'actions, programmes d'intéressement à long terme, rémunération totale des chefs de la direction) et la performance des entreprises (rendement de l'actif, valeur économique ajoutée, etc.). Ils concluent ainsi : « *Aucune des six modalités de paiement n'a eu d'incidence significative sur la performance des sociétés. Ce résultat suggère qu'on doit repenser le rôle de la rémunération du chef de la direction comme levier pour l'amélioration de la performance des sociétés, autrement dit poser la question de savoir si le chef de la direction peut véritablement influencer les profits annuels des entreprises de cette taille.* »

Ce type de recherche, pour intéressant qu'il soit, n'est pas convaincant. La performance d'une entreprise est le produit de plusieurs variables entremêlées, elle reflète des décisions passées, est dépendante de facteurs macroéconomiques et sujette à des influences qualitatives et subtiles, qui peuvent tous varier d'une entreprise à l'autre et d'une période à une autre.

Nous sommes généralement sceptiques relativement à la capacité et à la subtilité d'outils statistiques, aussi puissants paraissent ils, à mettre en lumière l'influence d'un facteur particulier sur la performance d'une société, par exemple la rémunération du chef de la direction ou du nombre d'administrateurs indépendants sur un conseil, etc. Nous sommes encore plus sceptiques devant des études qui prétendent montrer une relation significative entre des variables de cet ordre.

- Dans l'opinion de nombreux investisseurs institutionnels, les conseils d'administration se sont trop souvent montrés inadéquats à la tâche d'établir la rémunération des dirigeants; pour de nombreux investisseurs, les conseils sont souvent mal informés et sans expérience suffisante de

ces questions et doivent donc s'appuyer lourdement sur des conseillers en rémunération, qui sont souvent des alliés objectifs des dirigeants. Aussi les investisseurs institutionnels estiment-ils que les conseils d'administration n'assument pas pleinement leur devoir explicite de protéger les intérêts des actionnaires contre l'expropriation de leur richesse par la haute direction. Ils n'ont pas réalisé que les systèmes de rémunération les plus populaires comprennent une incitation à faire prendre des risques indus à l'entreprise. Ils n'ont pas joué leur rôle, pris pour acquis par les investisseurs, de gardien des intérêts des actionnaires, de contrepoids aux pressions de la direction, de négociateur aguerrri de la rémunération de la direction. C'est pourquoi les investisseurs institutionnels sont fortement en faveur des votes consultatifs *Say-and-Pay* auprès des actionnaires.

- Les investisseurs institutionnels sont inquiets de plusieurs lacunes du système typique de rémunération :
 - Presque toutes les sociétés, conseillées par un petit groupe de consultants en rémunération, ont adopté l'enveloppe de rémunération aujourd'hui standard et combinant salaire, primes, options d'achat d'actions, actions à droit d'exercice restreint, programme d'intéressement à long terme (PILT) et prestations de retraite; l'assemblage est similaire et seuls les niveaux de la rémunération varient; pour établir le niveau de la rémunération, les consultants proposent un groupe de sociétés jugées suffisamment semblables par leur taille et leur complexité pour jouer le rôle d'un *quasi-marché*; alors, la société établira sa rémunération à la médiane de la rémunération accordée au chef de la direction et aux autres dirigeants de ces sociétés¹⁴; par une judicieuse sélection de ces sociétés de référence (y compris des sociétés américaines pour établir la rémunération des chefs de la direction canadiens), il est possible d'arriver à une valeur médiane qui plaira aux dirigeants de la société ciblée; par la suite, la dynamique de ce processus sera telle que la rémunération cible continuera d'augmenter¹⁵.
 - Il existe une part importante de chance intrinsèque au système; le mouvement à la hausse de tout le marché boursier durant la décennie 1990, puis à nouveau entre 2002 et 2007 a fait monter toutes les barques, récompensant les dirigeants veinards qui se trouvaient aux commandes pour encaisser au bon moment; les programmes de rémunération gratifient souvent les dirigeants pour la bonne performance d'une société attribuable en grande partie à des facteurs macroéconomiques ou aux prix internationaux des produits de base.
 - Dans la plupart des programmes de rémunération, il n'existe pas de disposition de récupération efficace si la performance de l'entreprise, après quelques bonnes années très lucratives pour la direction, venait à se détériorer gravement par la suite en raison de décisions prises par la direction durant ces années fastes.

¹⁴ Le fait de payer son chef de la direction à un niveau inférieur à la médiane, sauf peut-être pendant une courte période de transition au début de son mandat, équivaldrait à admettre qu'il ou elle est de qualité inférieure.

¹⁵ Un minimum de familiarité avec la dynamique des systèmes suffit à comprendre que toutes les sociétés qui se trouvent sous la médiane vont chercher à relever leur rémunération jusqu'à la médiane, tandis que celles qui se trouvent au-dessus de la médiane resteront à ce niveau, ou ne diminueront certainement pas leur rémunération; de telle sorte que la médiane s'élèvera substantiellement d'année en année.

- Les programmes de rémunération font bénéficier les dirigeants durant les périodes fastes (que la bonne fortune de la société soit le fruit de leurs efforts ou de circonstances fortuites) mais sont conçus pour minimiser les conséquences de performances négatives par le biais de contrats stipulant qu'en cas de mise à pied le dirigeant recevra un multiple de sa rémunération et par de généreux régimes de retraite; dans certains cas, fort irritants pour les investisseurs, les dirigeants jouissent après leur départ à la retraite, de toute une série de bénéfices, allant de la fourniture de voitures et de chauffeurs jusqu'à l'accès aux avions privés de la société; les dirigeants ayant reçu des rémunérations colossales quand ils étaient en poste devraient assumer le plein coût de leur train de vie à la retraite.
- Alors qu'ils sont en partie responsables de ce résultat, les investisseurs institutionnels critiquent la complexité des programmes de rémunération couramment adoptés par les sociétés, à la suggestion des consultants en rémunération, pour tenter de satisfaire au critère d'une corrélation maximale entre la rémunération et la performance.
- Les investisseurs croient que les hauts dirigeants devraient jouer avec leurs propres billes, qu'ils devraient détenir d'emblée un nombre significatif d'actions, en plus de leurs actions à exercice restreint et options d'achat d'actions; bon nombre de sociétés cotées en bourse ont adopté des politiques de cet ordre; il appert toutefois que les dirigeants ont la permission de se protéger contre la chute du cours des actions par le recours aux instruments dérivés¹⁶, la loi Dodd Frank exige seulement que les sociétés indiquent (dans les nombreux documents qu'elles déposent auprès de la SEC) si elles autorisent leurs dirigeants à recourir aux instruments dérivés; l'Union européenne interdit ces pratiques; les commissions des valeurs mobilières au Canada semblent pencher vers les principes américains; dans l'opinion de la majorité des investisseurs institutionnels, cette pratique devrait être interdite parce qu'elle va à l'encontre de l'objectif d'une rémunération à base d'actions: faire correspondre les intérêts des actionnaires avec ceux de la haute direction. Plusieurs sociétés interdisent déjà cette pratique à leurs dirigeants. Toutes devraient le faire.

Même si nous partageons plusieurs de ces perceptions, nous devons signaler trois domaines où nous sommes en sérieux désaccord:

1. **Les « actionnaires » comme seuls propriétaires**: quand on constate les étonnantes statistiques sur la courte période moyenne de détention des actions et les divers jeux de bourse auxquels se livrent les fonds spéculatifs et les autres « *investisseurs* » à court terme avec les actions des sociétés, il est bizarre de considérer ces détenteurs momentanés des actions comme les *propriétaires* légitimes d'une société! Les sociétés doivent beaucoup aux autres parties prenantes qui ont des relations de long terme avec la société et en partagent pleinement les risques.
2. **La rémunération devrait être établie pour maximiser le rendement pour les actionnaires**: les conseils d'administration des sociétés cotées en bourse ont la responsabilité fiduciaire d'établir

¹⁶ Les instruments dérivés peuvent agir, par exemple, comme une forme d'assurance contre le risque d'une baisse soudaine du cours des actions; il existe plusieurs manières d'atteindre cet objectif (et on en invente continuellement de nouvelles; c'est ce qu'on désigne comme l'innovation financière). La plus simple consiste à acheter une option de vente (qu'on appelle en anglais *put option*), c'est à dire un droit de vendre un certain nombre d'actions à un prix prédéterminé, venant à échéance quelques mois plus tard à un prix légèrement inférieur au cours des actions de la société. En période d'incertitude, cette option de vente permet de limiter les pertes auxquelles un dirigeant est exposé du fait de détenir des actions de la société.

des programmes de rémunération justes et raisonnables, *en tenant compte non pas des seuls intérêts des actionnaires, mais aussi des intérêts à long terme de la société*. Ainsi est faite la loi au Canada et dans plusieurs autres pays. Les conseils d'administration doivent faire valoir auprès des investisseurs institutionnels que les enjeux à cet égard vont au-delà de la *maximisation à court terme de la valeur pour les actionnaires*. Des niveaux de rémunération indéfendables peuvent miner la légitimité sociale et politique de l'entreprise. D'importants décalages de rémunération au sein d'une entreprise peuvent engendrer la perte du sentiment d'appartenance, de *responsabilité partagée*, de cette précieuse perception chez tous les membres de l'organisation « *que nous sommes tous dans le même bateau* ».

- 3. Un lien direct entre la rémunération et des mesures financières de la performance constitue l'apogée, l'incontournable en matière de rémunération.** Plus les organismes de réglementation, les investisseurs institutionnels et les zélateurs de la gouvernance réclameront un lien direct entre la rémunération et la performance financière, à court comme à long terme, plus ils aggraveront le problème et provoqueront, chez les dirigeants, les types de calculs qui ont mené à la dernière crise. L'insistance sur une rémunération ainsi fondée sur la performance part d'un calcul erroné et révèle une vision de l'entreprise entièrement vouée à la création de valeur pour les « actionnaires », la cause profonde des fiascos récents; cette vision part d'une hypothèse viciée qui veut que la performance d'une équipe de direction, à court et à long terme, peut être réduite à quelques mesures financières quantitatives. L'insistance sur le lien entre la rémunération et des indicateurs financiers mesurables, particulièrement la croissance de la valeur du titre, renforce la notion, l'illusion, que la performance à long terme d'une société peut être attribuée à un niveau et à une forme particulière de rémunération.

LA PERSPECTIVE DES CONSEILS D'ADMINISTRATION

- Les conseils d'administration partagent avec les investisseurs l'opinion selon laquelle les dirigeants ont un impact majeur sur la performance d'une société ainsi que celle voulant que les incitatifs monétaires ont une grande influence sur la performance des dirigeants; les conseils savent toutefois que la valeur de la haute direction s'appuie sur plusieurs facteurs qualitatifs, difficilement quantifiables, mais d'une importance critique pour le succès et la survie à long terme de la société, comme par exemple de protéger et de nourrir le talent et l'innovation, et de favoriser une culture d'engagement, de probité et de loyauté. Les conseils d'administration ont la tâche très difficile d'établir la rémunération d'une manière propre à susciter les comportements appropriés de la part de la direction.
- Les conseils d'administration savent, ou devraient savoir, que les gens ne sont pas uniquement motivés par l'argent. Les meilleures entreprises sont celles qui ajoutent un « surplus d'âme » à leurs objectifs et à leur raison d'être, qui font appel au meilleur de nous-mêmes; les sociétés doivent apprendre à équilibrer et à intégrer dans leur système de motivation et d'intéressement la palette des besoins et des aspirations que les gens apportent à leur travail; on constate de

grandes variations entre les cultures et les sociétés humaines, de même qu'entre les individus au sein d'une même organisation, quant à l'ascendant que les incitations monétaires exercent sur eux; en toutes circonstances, les conseils d'administration savent ou devraient savoir qu'une insistance trop exclusive sur des incitatifs monétaires liés à la performance financière peut entraîner une attitude utilitaire et mercenaire au sein de l'organisation qui créera tôt ou tard de graves problèmes, et produira un climat propre à engendrer la cupidité, le calcul à court terme et la performance financière à n'importe quel prix.

- Les conseils d'administration sont éminemment conscients que les options d'achat d'actions et les actions à exercice restreint, en tant que véhicules de rémunération, comportent des avantages fiscaux importants; ils n'imposent aucun déboursé direct à l'entreprise; dans certains pays, comme aux États-Unis par exemple, les sociétés ont droit à d'importants avantages fiscaux liés à cette forme de rémunération; évidemment, les hauts dirigeants canadiens jouissent de l'avantage d'une imposition au taux des gains en capital sur les options d'achat d'actions et les actions après leur encaissement.
- Les conseils d'administration naviguent entre Charybdes et Scylla sur les enjeux de rémunération; d'un côté, ils subissent les pressions des investisseurs et des conseillers en gestion de procurations, qui souhaitent que la rémunération des dirigeants demeure raisonnable et liée à des mesures de performances quantitatives, et de l'autre côté, ils doivent répondre aux attentes de la haute direction appuyées par les consultants en rémunération quant à leur *valeur sur le marché*; encourir la colère du premier groupe peut mener à toutes sortes de problèmes: recevoir un taux élevé de votes négatifs de la part des actionnaires, être embarrassés par un vote négatif sur une résolution de vote consultatif *Say-on-Pay*, être contestés à l'assemblée annuelle des actionnaires, recevoir mauvaise presse, etc.; à l'inverse, décevoir les attentes de la haute direction peut mener à la perte de dirigeants clés et à la dégradation des relations entre le conseil d'administration et la haute direction.
- Devant ce dilemme, la plupart des conseils d'administration ont opté pour une démarche prudente qui consiste à recommander la forme de rémunération devenue standard conçue par des consultants extérieurs; la rémunération devrait garantir qu'une proportion importante (de plus de 70 %) de la rémunération totale du chef de la direction est « à risque »; c'est à dire qu'elle est reliée à des mesures quantitatives de performance qui vont déterminer les montants effectivement payés; les conseils d'administration sont certainement conscients que cette forme de rémunération ne tient pas compte de certains aspects importants de la gestion de l'entreprise, ou encore qu'elle puisse inciter la direction à une quête effrénée pour atteindre les *chiffres* qui déclencheront leur rémunération incitative; il se peut que les conseils sachent qu'il ne s'agit pas de la meilleure façon d'atteindre les intérêts à long terme de la société, mais que peuvent ils faire? Tout programme de rémunération non conventionnel, conçu pour faire ce que la rémunération devrait faire, leur attirera les foudres des critiques si ce programme s'éloigne trop des *principes de rémunération généralement reconnus*.

LA PERSPECTIVE DE LA HAUTE DIRECTION

- Les gens qui atteignent les échelons supérieurs des grandes sociétés tendent à être ambitieux, intelligents, énergiques et, bien sûr, dans le présent contexte, calculateurs. Il se peut qu'ils aient payé leur réussite au prix de leur vie familiale et de leur santé.
- Les dirigeants sont bien conscients que depuis le début de la décennie 1980, les sociétés, l'une après l'autre, ont déchiré le vieux « contrat » de la sécurité d'emploi, de la promotion à l'interne et de la retraite assurée pour leurs dirigeants. Les entreprises n'assurent plus le secours, le soutien et la sécurité; si la « raison de la société » le justifie, elles peuvent mettre à pied des hauts dirigeants à un âge et dans les circonstances difficiles.
- Les dirigeants de sociétés croient très fermement que dans la société par actions moderne, c'est le talent, pas le capital, qui crée de la valeur. Ils lisent ce qu'écrivent tous les gourous de la stratégie à propos des actifs incorporels, des compétences, du savoir faire et des habiletés de base, du leadership et de la « guerre pour le talent ». Ces talents, dit on, sont les vrais moteurs de la valeur au marché, les sources d'avantages concurrentiels durables. Dans le bon vieux temps, les sociétés obtenaient tout ça à bon compte en échange de la sécurité d'emploi, de la promotion à l'interne et de la loyauté envers leurs employés. Aujourd'hui que les sociétés, pour plaire à leurs nouvelles engeances d'actionnaires, ont changé les règles du jeu, le talent des gestionnaires est devenu mobile et portable; il est rare et il se transige sur un marché actif prêt à surenchérir pour l'obtenir.
- Les gestionnaires qui travaillent dans ce contexte en viennent à croire que leur *valeur sur le marché* se trouvera rehaussée par leurs efforts de promotion et de mise en marché de leurs réussites. Il existe, croient ils, une valeur marchande pour leur talent. Dans leur esprit, ils sont l'équivalent des athlètes vedettes dans les sports professionnels; ils doivent maximiser leur richesse au moment où ils sont au sommet de leur performance. Les sociétés les convoitent tant qu'elles croient qu'ils peuvent livrer des résultats et créer de la valeur pour les actionnaires. D'accord, disent ils, mais ils veulent leur morceau du gâteau. Ils veulent participer pleinement à la plus-value. Ce marché extérieur pousse la rémunération à la hausse et explique le rapport impressionnant entre la rémunération des dirigeants et le salaire moyen. Cette évolution reflète simplement le phénomène du « tout au vainqueur » qui règne dans les secteurs d'activité où le marché détermine les prix et les récompenses financières.
- Dans ce contexte, le niveau et la forme de la rémunération seront le résultat de négociations plus ou moins formelles avec le conseil d'administration (ou son comité de rémunération); comme dans toute négociation, *quelle qu'en soit la conclusion*, s'il y a entente entre les parties, alors tout est pour le mieux.

- Dans l'état actuel des marchés financiers, il est difficile pour les hauts dirigeants de concevoir les actionnaires comme de patients et loyaux propriétaires vivants de leurs dividendes. Il en existe peut être encore quelques uns, mais ce ne sont pas eux que les dirigeants rencontrent. Comme chefs de la direction, ils sont sondés et interrogés par des analystes financiers et des gestionnaires de fonds pour qui le labeur acharné de milliers d'employés, leurs rêves et leurs espoirs, les investissements à long terme, les stratégies qui se déploient dans le temps, ne signifient rien sinon quelques données impitoyables: le bénéfice par actions attendu chaque trimestre ou des variantes de cet indicateur. Si les dirigeants ne livrent pas le bon *chiffre*, alors ils seront punis plutôt sévèrement¹⁷. Dans la perception de l'équipe de direction, trop souvent, ces « investisseurs » n'agissent pas comme des actionnaires, de loyaux propriétaires de la société; ils n'ont pas de fidélité, pas de loyauté et pas d'intérêt à long terme dans l'entreprise.
- Au premier signal du fléchissement des actions, des fonds « activistes à la mèche courte » menacent de prendre des mesures contre la direction; les vendeurs à découvert et les autres spéculateurs misent sur les déboires de la société et diffusent leurs sombres prédictions de tous côtés; les conseils d'administration, autrefois un intermédiaire entre la direction et les actionnaires, sont maintenant intimidés par les actionnaires activistes et les firmes de consultants en gestion de procurations; dans ce contexte, les dirigeants « riches sur papier » ont hâte d'encaisser une partie de leur fortune, bien conscients qu'elle pourrait disparaître du jour au lendemain si la bourse en général, ou leur société en particulier, connaissait une chute de valeur brutale.
- Aujourd'hui, les investisseurs institutionnels, les gourous de la gouvernance et même les gouvernements se scandalisent des excès de la rémunération des dirigeants. Quels que soient les défauts de l'actuel système de rémunération, et ils sont réels à plusieurs égards, les dirigeants d'entreprise ne retourneront pas à l'ancien modèle d'une rémunération modeste sans les avantages de l'ancien contrat. Tout le monde doit apprendre à vivre avec le nouveau contrat qui combine « risques élevés et récompenses élevées ».

S'il se trouve quelques grains de vérité dans cette manière de voir le monde, nous voulons exprimer trois réserves :

1. Les dirigeants se sont habitués à une rémunération imposante et sans plafond, censée refléter leur valeur marchande et leur performance. Mais leur *valeur marchande* se fonde en fait sur le niveau de rémunération qu'obtiennent les dirigeants dans un échantillon arbitraire de sociétés. Ces sociétés ont elles mêmes établi leur barème de rémunération par les mêmes moyens. Toutes ces sociétés sont conseillées par le même petit groupe de conseillers en rémunération qui ont mis au point des mécanismes de rémunération complexes qui finissent par faire monter toutes les échelles de rémunération; les consultants en rémunération sont conscients que leur propre emploi repose sur le fait de recommander de hauts salaires. Récemment, les sociétés ont essayé de faire face à ces critiques en dévoilant les montants payés à ces consultants

¹⁷ « L'échec à satisfaire les prévisions consensuelles des analystes deux fois dans l'année se traduit par une réduction des primes, pour le chef de la direction, équivalant à 10 % du salaire et à une réduction de 36 % de la rémunération sous forme d'actions, par rapport à une performance sans faille, et par une augmentation de 20 % de la probabilité d'être remercié. » Mergenthaler, Rajgopal, et Srinivasan (2009).

en rémunération pour du travail autre que celui de conseiller le conseil d'administration sur la rémunération des dirigeants. De plus, certaines entreprises de consultants ont coupé les ponts, affirmant être plus « indépendantes » de l'équipe de direction en réservant leurs services pour les conseils d'administration. Pour valables que soient ces initiatives, ces mesures ne parviennent pas à nous convaincre que les dirigeants n'ont pas leur mot à dire, ou une certaine influence, sur la sélection des consultants ou sur leurs recommandations. De toute évidence, cette nouvelle mouture de consultants en rémunération ne semble pas avoir réussi à donner une nouvelle orientation à la rémunération des dirigeants.

2. Effectivement, les entreprises ont déchiré le vieux contrat d'un emploi assuré à long terme, pour le remplacer par des récompenses déterminées par le marché; mais l'argument des « récompenses élevées pour des risques élevés » sonne creux; trop de programmes de rémunération combinent les avantages de l'ancien système (contrats de gestion, parachutes importants en cas de congédiement, fonds de retraite généreux) avec les mécanismes d'intéressement somptueux du nouveau régime (options d'achats d'actions, etc.). Voilà qui est difficile à justifier.
3. La performance d'une société reflète le travail acharné, constant, de tous les employés. La notion voulant que le résultat soit attribuable au chef de la direction ou à quelques hauts dirigeants est tordue; traditionnellement, les programmes de rémunération cherchaient, entre autres objectifs, à établir et conserver une certaine équité au sein d'une société. Aujourd'hui, on prétend qu'il existe un marché extérieur pour les hauts dirigeants, qui seraient intrinsèquement « mobiles »; d'où le fossé grandissant entre la rémunération des patrons et la moyenne des salaires; les dirigeants responsables doivent se poser la question de savoir comment leur rémunération affecte les attitudes et la motivation de leurs collègues et employés et dans quelle mesure elle contribue à sécréter un esprit mercenaire dans l'entreprise.

LA PERSPECTIVE DES GOUVERNEMENTS ET DE LA SOCIÉTÉ EN GÉNÉRAL

- L'inégalité des revenus et de la richesse est à la croisée des chemins de dilemmes et de confrontations philosophiques. Une acceptation large des retombées bénéfiques de l'économie de marché et de la valeur d'une société méritocratique tend à générer une tolérance certaine à l'égard des disparités en matière de revenus et de richesse; il semble toutefois y avoir un seuil au delà duquel la société devient inconfortable, voire même hostile, face à la fortune d'une minorité. Ce seuil tend à varier considérablement entre les pays et les sociétés. Le malaise ou l'hostilité à l'encontre de la disparité des revenus se trouvent encore exacerbés par l'impression que ces richesses n'ont pas été dûment et franchement gagnées et qu'elles ne résultent pas d'une activité dont profite l'ensemble de la société. Ce phénomène s'illustre facilement par l'acceptation générale de la richesse de certains entrepreneurs à succès, à la Steve Jobs ou Bill Gates et autres, ou par la tolérance bienveillante à l'égard des revenus énormes des vedettes sportives. Mais les revenus extravagants du monde financier, des gestionnaires de fonds

spéculatifs, des traders et des banquiers d'affaires suscitent colère et répulsion. Les enveloppes de rémunération des dirigeants d'entreprises se situent quelque part entre les deux pôles, mais font maintenant l'objet d'une documentation et d'une divulgation plus complètes que le revenu de n'importe quel autre groupe.

- Si les conseils d'administration ont à cœur de s'acquitter complètement de leur obligation fiduciaire *d'agir dans l'intérêt à long terme de l'entreprise*, ils doivent se préoccuper de l'impact des montants payés à leurs dirigeants sur la légitimité sociale des sociétés privées.
- Tous les gouvernements essaient de contenir et de gérer la colère politiquement dangereuse des citoyens à l'égard des excès de la rémunération, particulièrement, mais pas exclusivement, dans le secteur financier; on annonce des mesures, qui ne sont pas forcément mises en vigueur; les déclarations sont vigoureuses, mais les actions sont timides; les gouvernements espèrent que les enjeux et la grogne s'estomperont peu à peu, parce qu'ils ne savent pas vraiment comment intervenir dans ce domaine.

Mais ils se trompent. Loin de disparaître, ces enjeux ont pris récemment une nouvelle ampleur, sont au cœur d'une vague de protestation qui perdure. Le débat se tient maintenant au plus haut niveau politique comme on le voit aux États-Unis alors que la campagne présidentielle de 2012 place la question de l'équité dans la fiscalité et la redistribution des revenus aux premiers rangs du discours. En Grande Bretagne, le premier ministre David Cameron a déclaré récemment que « les gros chèques de paie, à une époque où de nombreux ménages doivent se serrer la ceinture, ont tendance, avec raison, à faire bouillir de rage certaines personnes », (*New York Times*, 22 janvier 2012).

Les gouvernements souhaitent ardemment passer le fardeau de cette responsabilité, de cette « patate chaude » aux commissions des valeurs mobilières et aux conseils d'administration. La loi Dodd Frank comporte toutefois deux mesures à motivation politique : l'obligation pour toutes les sociétés cotées en bourse de tenir un vote consultatif non contraignant des actionnaires sur la rémunération (*Say-on-Pay*); l'obligation pour les entreprises de divulguer le rapport entre la rémunération du chef de la direction et la rémunération médiane dans la société.

- Les commissions des valeurs mobilières comptent sur la transparence et la divulgation en matière de rémunération. C'est ainsi qu'on croyait qu'en imposant la divulgation totale de tous les éléments de rémunération des cinq dirigeants les mieux rémunérés, on amènerait une certaine modération; le fait de dévoiler à combien se chiffre la rémunération des dirigeants déclencherait *un facteur de gêne* et entraînerait une diminution des rémunérations pharaoniques. Mais pour l'auditoire qui compte pour les dirigeants, les gros chèques de paie sont une marque d'honneur, un symbole de mérite, un déclencheur de « l'envie du bonus » chez les pairs. John Stewart Mill a écrit : « *Les hommes ne désirent pas être riches, ils veulent être plus riches que les autres hommes.* »

- Les employés, les cadres intermédiaires de même que les travailleurs syndiqués comprennent trop bien que dans le cadre des modèles actuels de rémunération, les hauts dirigeants verront leur rémunération bonifiée s'ils parviennent à éliminer leurs emplois. Les cours boursiers ont tendance à réagir favorablement à la *rationalisation de la main d'œuvre* et à *l'impartition vers des pays à faible prix de revient*. La richesse des dirigeants réagit en synchro avec la bourse.
- Social trust, reciprocity, loyalty, sharing of goals, and pride in the organization will dissipate slowly but surely where compensation schemes are viewed by employees as unfair and dramatically skewed in favour of the few. Without the cementing property of these values, without the surplus meaning that they bestow on work in organizations, a business firm soon becomes a marketplace for mercenaries, unmanageable and fragile.

Recommendations

En résumé, la rémunération des dirigeants de grandes entreprises canadiennes a connu une progression remarquable au cours des 12 dernières années, pour atteindre la parité virtuelle avec celle de leurs homologues américains. Dans les deux pays, au fil des 12 dernières années, l'enveloppe de rémunération des chefs de la direction est devenue particulièrement généreuse, creusant progressivement l'écart avec les 2^e et 3^e dirigeants les mieux rémunérés, tout en atteignant une hauteur vertigineuse en comparaison avec les salaires moyens.

Tel que recommandé et exigé par les investisseurs, certains spécialistes de la gouvernance et des organismes gouvernementaux, une proportion importante de ces enveloppes de rémunération est considérée comme « à risque », c'est à dire que leur valeur réelle est sujette aux variations du cours des actions et à certaines mesures de performance financière. Certaines formes (modérées) de récupération, en cas de mauvaise performance, sont maintenant intégrées dans bon nombre de formules de rémunération.

La forme de la rémunération des dirigeants est aujourd'hui passablement standardisée et son niveau est établi sur la base d'entreprises « comparables » choisies et qu'on juge propres à constituer la référence pour mesurer la valeur marchande des dirigeants d'une société.

Dans le présent document, nous avons critiqué la plupart des idées reçues sur la question. Nous proposons maintenant certaines recommandations relatives à la détermination de la rémunération des dirigeants. Mais d'abord, nous formulons trois conditions préalables pour permettre à une société d'aller de l'avant sur cet enjeu.

TROIS CONDITIONS PRÉALABLES

1. Si, pour beaucoup de sociétés cotées en Bourse, leur actionnariat demeure constitué de multiples fonds de placement, chacun ne détenant qu'une petite partie des actions, si celles-ci doivent continuer de composer avec des fonds de spéculation et autres investisseurs impatientes de rendement si les équipes de direction continuent d'être soumises à l'obligation de « livrer » le bénéfice par action (BPA) trimestriel attendu, et à la pression pour faire grimper ce BPA trimestre après trimestre et d'un exercice à l'autre, si les conseils d'administration sont incités, poussés et forcés à établir la rémunération d'une façon qui la lie étroitement et exclusivement au rendement financier et à la création de valeur à court terme pour les actionnaires, alors les propositions de changement aux systèmes de rémunération des dirigeants seront bien difficiles à implanter.
2. Si rien n'est fait pour corriger le revenu scandaleux des spéculateurs, des opérateurs de marchés, des gestionnaires de fonds de couverture, des gestionnaires de fonds de privatisation, alors ces activités sans grande valeur sociale et à faible contribution économique continueront à attirer les jeunes de talent au détriment du monde des vraies affaires; si des règles, des politiques et des pratiques étaient adoptées pour rendre la rémunération des dirigeants plus raisonnable sans vrai changement dans ce secteur particulier, alors les hauts dirigeants de compétence financière et sensibles aux seuls avantages financiers pourraient bien migrer vers ces terres infertiles. Si les fondations et les régimes de retraite publics continuent à alimenter de leurs argents ces fonds de spéculation, plutôt que de les affamer, les mêmes cercles vicieux se perpétueront.

3. Si les conseils d'administration n'adhèrent pas complètement à leurs obligations juridiques et fiduciaires de prendre des décisions en fonction des intérêts à long terme de la société, si les conseils d'administration continuent à affronter les pressions des « investisseurs » à court terme et des conseillers en gestion de procurations de manière isolée, au cas par cas, si les investisseurs institutionnels ne sont pas prêts à adopter des recommandations de changement comme celles proposées ici et à voter contre la réélection des membres du conseil (ou à « s'abstenir » de voter) qui portent la responsabilité de programmes de rémunération manifestement déficients, alors la rémunération des dirigeants continuera d'être dysfonctionnelle du fait des comportements qu'elle engendre et des valeurs qu'elle nourrit.

Les membres du groupe de travail de l'IGOPP ont examiné la question de la rémunération sous tous les angles possibles¹⁸. Nous sommes convaincus qu'il faut reconstruire un minimum de confiance sociale, de loyauté et de réciprocité dans les sociétés cotées en bourse et que les équipes de direction doivent gérer en fonction des bénéficiaires à long terme de l'entreprise et de l'éventail des parties intéressées. Nous sommes aussi convaincus que cela ne pourra se produire sans des changements fondamentaux dans les modèles de rémunération ayant cours aujourd'hui dans la majorité des sociétés.

Nous en sommes venus à la conclusion que :

Ce fut une erreur majeure, et la source de multiples entourloupettes, de faire des options d'achat d'actions une composante aussi importante de la rémunération des dirigeants.

Cette formule a pu paraître comme une manière simple, efficace sur le plan fiscal, pour associer les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires. En pratique, toutefois, les cours des actions sont très volatils et subissent l'influence de multiples facteurs hors du contrôle des dirigeants.

Le moment est venu de trancher le nœud gordien d'un système de rémunération principalement appuyé sur les options d'achat d'actions, un système qui prévaut seulement depuis la décennie 1990 et qui fait des ravages dans beaucoup de grandes sociétés.

› RECOMMANDATION 1

Réduire graduellement la place des options d'achat d'actions comme mode de rémunération des hauts dirigeants, avec l'objectif ultime d'éliminer complètement cette forme de rémunération.

Il peut s'avérer difficile pour les sociétés d'éliminer rapidement et de manière isolée les options d'achat d'actions; on pourrait arriver à ce résultat par le biais de la réglementation, mais il n'est pas souhaitable de faire intervenir les gouvernements sur ces questions; les conseils d'administration pourraient et devraient réduire graduellement le pourcentage de la rémunération totale tirée des options. Comme le montrent les statistiques présentées plus haut, le phénomène est déjà en train de se produire au

¹⁸ Par exemple, St-Onge et Magnan (2008) ont proposé un excellent ensemble de lignes directrices en matière de rémunération, qui correspondent aux principes énoncés ici. Plusieurs recommandations formulées dans l'article de Jensen et Murphy de 2004 sont aussi dans la continuité de nos propositions.

Canada et aux États Unis. De grandes sociétés prestigieuses et des firmes innovantes ont été bâties dans le passé sans les béquilles des options d'achat d'actions.

› RECOMMANDATION 2

Les gouvernements devraient éliminer tous les avantages fiscaux (personnels et corporatifs) qui favorisent l'utilisation des options comme mode de rémunération.

Selon les juridictions fiscales¹⁹, les avantages fiscaux consentis aux options d'achat d'actions sont très généreux et rendent ce mode de rémunération irrésistible. Il est difficile de justifier le traitement fiscal spécial de ce qui constitue fondamentalement une forme de rémunération qui devrait être soumise au même traitement fiscal que d'autres formes de rémunération.

› RECOMMANDATION 3

Les conseils d'administration des sociétés cotées en bourse devraient établir un rapport juste et productif entre la rémunération totale du chef de la direction et le revenu médian des salariés de l'entreprise²⁰.

Même si les entreprises ne retourneront pas à l'époque où le chef de la direction gagnait 25 fois le salaire moyen de ses employés, le conseil d'administration devrait être sensible au contexte social, culturel et industriel dans lequel évolue l'entreprise.

Les sociétés diffèrent dans leur acceptation et leur tolérance face aux inégalités de revenus. Les secteurs industriels diffèrent dans leur perception de ce qui constitue un rapport efficace entre le revenu moyen des employés et ce que touchent les hauts dirigeants comme rémunération. C'est pourquoi les gouvernements ne devraient pas essayer d'établir arbitrairement une forme ou un niveau de rémunération pour les patrons, du moins pour l'instant. C'est une responsabilité des conseils d'administration. Qui plus est, *la décision des conseils d'administration sur cette question ne devrait pas être rendue publique, puisque cette sorte d'information exige d'être interprétée en tenant compte de beaucoup de facteurs contextuels*. Sans ce contexte, un tel ratio rendu public ne servira qu'à alimenter des reportages sensationnalistes. Toutefois, les sociétés ouvertes devraient avoir à déclarer dans un document d'information officiel que leur conseil d'administration a adopté des politiques de rémunération justes et équitables, comprenant la détermination d'un plafond pour ce rapport, après considération de tous les facteurs pertinents.

Évidemment, pour que ce plafond soit atteint, il faut que la société ait connu une performance exceptionnelle, telle que mesurée par des indicateurs économiques valides (et sans lien avec le cours des actions).

¹⁹ Par exemple, aux États-Unis, la différence entre le prix d'exercice d'une option d'achat d'actions et le prix du marché au moment de l'exercice est déductible au titre d'une dépense pour la société. L'impact de cette simple mesure sur l'impôt des sociétés est énorme. Au Canada, le profit tiré de l'exercice d'une option d'achat d'actions est considéré comme un gain en capital et imposé à la moitié du taux d'un revenu ordinaire (sauf au Québec où le taux d'impôt sur le revenu standard s'applique).

²⁰ La loi Dodd-Frank exige des entreprises du secteur financier qu'elles dévoilent le rapport entre la rémunération du chef de la direction et la médiane des salaires dans l'entreprise.

On plaidera qu'à moins que les entreprises ne se coordonnent en vue de la mise en œuvre de tels changements, celles qui le feront vont perdre des dirigeants de premier plan au bénéfice de celles qui ne le feront pas. Mais il pourrait être plus exact d'affirmer que ces sociétés perdront leurs gestionnaires les plus mercenaires, ce qui peut s'avérer un bénéfice.

› RECOMMANDATION 4

Les conseils d'administration doivent demeurer entièrement imputables et responsables de l'établissement du système de rémunération des dirigeants. Les conseils d'administration doivent être assez crédibles, et avoir assez de courage, pour fonder la rémunération sur la base de facteurs qualitatifs aussi bien que quantitatifs qu'ils considèrent de première importance pour le bien être à long terme de la société. Les membres du comité de rémunération du conseil doivent avoir la compétence requise (y compris en matière financière) pour concevoir un programme de rémunération en fonction des circonstances spécifiques de leur société; les programmes de rémunération et les rémunérations éventuellement versées doivent être étroitement coordonnés avec les comités de vérification et de gestion des risques.

› RECOMMANDATION 5

Les conseils d'administration devraient être guidés par des principes de la nature suivante :

Principe : Concevoir la rémunération selon les circonstances particulières de chaque société

- Abandonner la notion erronée qu'il existe un prix sur un marché pour le talent des dirigeants, établi à partir de ce qu'un groupe de sociétés « comparables » paient leurs dirigeants. C'est le maillon le plus faible de tout le système mis en place par les consultants en rémunération, mais c'est la meilleure réponse qu'ils ont su trouver quand on leur a demandé de mettre un prix sur le *talent de gestionnaire*.
- La rémunération devrait être liée à des indicateurs *quantitatifs et qualitatifs* qui sous tendent la performance économique de la société, laquelle fait **augmenter la valeur à long terme de la société**; chaque entreprise est différente à cet égard et des programmes tirés d'un moule unique ne peuvent faire l'affaire; les indicateurs quantitatifs ne devraient pas être liés au cours des actions, mais plutôt du genre qui mesurent la santé économique à long terme de la société, comme le rendement du capital investi (RCI) et la valeur économique ajoutée (VÉA); ces indicateurs ne devraient être ni hautement volatils ni facilement manipulables; la performance qualitative devrait être associée au caractère plus subtil d'une organisation, à ses valeurs et à son éthique, au sens d'appartenance et d'équité ressenti par la majorité des membres de l'organisation.

- La compétence de la direction à intégrer dans son exploitation les préoccupations de la société en général et les attentes des éléments constitutifs clés de l'entreprise devrait être reflétée dans le système de rémunération des hauts dirigeants. La réussite et la survie de l'entreprise reposent sur une performance de haut vol à ces chapitres.

Principe: Revoir et remettre en question les approches standard à la rémunération

- Il faut s'éloigner résolument de la notion voulant qu'une fraction importante de la rémunération des hauts dirigeants doive être à risque pour répondre aux exigences des investisseurs, des conseillers en vote par procuration, et des divers évaluateurs de la gouvernance. La rémunération n'est pas effectivement à risque en regard de la performance mais plutôt à la merci d'événements incontrôlables et de circonstances macroéconomiques. Puisque leur rémunération est à risque (ou plus exactement dépendante de leur chance bonne ou mauvaise), les hauts dirigeants réclament en conséquence des clauses contractuelles de protection et des modalités très généreuses en matière de retraite.
- Une prime raisonnable liée à des indicateurs de performance bien choisis est une manière efficace et tangible de motiver l'équipe de direction, alors que cet élément est devenu quantité négligeable dans les enveloppes de rémunération courantes des dirigeants²¹.
- Il faudrait réduire ou, mieux, carrément éliminer les **options d'achat d'actions** des programmes de rémunération.
- Les **actions à exercice restreint** devraient être assorties d'une période d'acquisition reflétant les cycles d'investissement de la société, ce qui signifierait une période de cinq et dix ans²². Ces actions devraient être gagnées en satisfaisant à des exigences de performance de nature *qualitative et quantitative* comme celles qui sont décrites plus haut. *De telles actions ne devraient pas être attribuées chaque année*; il pourrait être souhaitable d'attribuer de telles actions à des moments significatifs de la carrière d'un haut dirigeant de la société (par ex. au moment de la nomination à un échelon supérieur, au moment de promotions importantes, ou selon des intervalles de plusieurs années).
- Les hauts dirigeants devraient d'emblée détenir un multiple de leur salaire en actions de la société.
- Un **changement de contrôle** de l'entreprise ne devrait pas déclencher l'acquisition automatique des droits aux programmes d'intéressement; aucun aspect du programme de rémunération ne devrait constituer un incitatif pour les dirigeants à mettre la société en vente.

²¹ *Les primes gagnées chaque année pourraient être déposées dans une banque de primes, et le tiers de ce montant pourrait être encaissé chaque année.* Ce système comporte un mécanisme intégré de récupération de la rémunération. Des performances à court terme réalisées au dépens de la performance à long terme seraient pénalisées par un impact sur la banque de primes. Dans des secteurs comme le secteur financier, où d'importantes primes annuelles sont la norme, la « prime » pourrait devenir négative (ce qu'on appelle un « malus »).

²² Dès la décennie 1920, chez Du Pont et General Motors, on demandait aux hauts dirigeants d'acheter des actions de la société avec un prêt consenti au taux d'intérêt du marché; les actions constituaient la garantie accessoire du prêt; les primes annuelles servaient en partie à payer les intérêts et à rembourser le capital; le prêt devait être remboursé en sept à dix ans, après quoi le haut dirigeant détenait les actions de plein droit. (Voir Sloan, 1964) Voilà des leçons intéressantes pour les dilemmes actuels en matière de rémunération.

- Les **prestations de retraite** devraient être liées au nombre réel d'années de service au sein de la société et leur quantum devrait maintenir un rapport raisonnable **au salaire de base** du dirigeant (et non à sa rémunération totale), et être payables uniquement à un âge de retraite prédéterminé. Au moment de leur retraite, les hauts dirigeants devraient se voir assurer une certaine garantie quant à la solvabilité de leur régime de retraite non capitalisé.
- Plus les programmes de rémunération sont généreux, plus les paiements sont élevés, moins les dirigeants ne devraient bénéficier de **privilèges et de prestations durant leur retraite**.
- Si les commissions des valeurs mobilières n'interdisent pas la pratique, les conseils d'administration ne devraient pas permettre aux dirigeants, aux gestionnaires ou aux membres du conseil de recourir aux instruments dérivés pour minimiser leurs risques associés au cours des actions de la société.

Principe: Assurer équité et équilibre dans la rémunération

- Le conseil d'administration devrait établir un rapport qu'il juge juste et productif entre la rémunération du chef de la direction et le revenu médian dans l'entreprise.
- Un rapport approprié doit être maintenu entre ce qui est payé au chef de la direction et la rémunération des autres membres de l'équipe de direction de manière à préserver l'esprit d'équipe au sein de la direction.
- L'équipe de direction et le conseil d'administration devraient rechercher des manières effectives **de faire partager la performance économique de la société à tout le personnel**, pour en faire des partenaires engagés envers le succès et la survie à long terme de l'entreprise.

Malheureusement, pour une foule de raisons, de nombreux conseils d'administration ont été incapables de concevoir un système de rémunération susceptible d'atteindre ces objectifs.

Conclusions

Les gestionnaires et les dirigeants des grandes sociétés, et particulièrement les sociétés cotées en Bourse dont l'actionnariat est constitué de multiples fonds de placement, chacun ne détenant qu'une petite partie des actions, se retrouvent suspendus dans une toile de motivations et de pressions qui souvent poussent leur comportement dans des directions dysfonctionnelles. Cette toile, ils l'ont, pour une bonne part, tissé eux mêmes, mais, pour une large part, elle est le résultat des changements collectifs décrits dans les premières parties de ce document de principe et développés plus longuement dans **Black Markets and Business Blues** (Y. Allaire et M. Firsirotu, FI Press, 2009).

Les hauts dirigeants, avec raison dans le contexte actuel, savent parfaitement que s'ils déçoivent les marchés financiers d'une manière ou d'une autre, ils provoqueront une dégringolade du cours de leurs actions (et donc de leur fortune sur papier), et qu'ils pourraient se trouver forcés de démissionner ou du moins soumis à des pressions intenses.

Pourtant, au milieu de tout cela, on s'attend des dirigeants qu'ils gèrent « pour le long terme » et qu'ils se comportent de manière éthique en toutes circonstances. En fait, *ce qui est surprenant, c'est qu'en dépit des mécanismes d'intéressement et des pressions pernicieuses, bon nombre de dirigeants se comportent de manière éthique et avec un sens aigu de leurs responsabilités sociales*. Mais il est dangereux et injuste de continuer avec des formes et des niveaux de rémunération qui mettent à l'épreuve et stressent l'éthique et les valeurs des hauts dirigeants. Si nous, investisseurs, organismes de réglementation, corps sociaux en général, voulons motiver les dirigeants et les conseils d'administration à agir en fonction de l'intérêt à long terme de toutes les parties prenantes d'une entreprise, nous devons exiger que les systèmes d'intéressement soient modifiés de façon fondamentale.

Les systèmes de rémunération doivent susciter et protéger la confiance et un sentiment d'équité au sein de l'entreprise et autour d'elle, donner à tous les membres de l'organisation la conviction « d'être tous dans le même bateau » et leur faire partager une vision à long terme de la société.

Il ne pourra survenir de changements fondamentaux dans les pratiques de rémunération que lorsqu'on mesurera la performance des dirigeants avant tout par le succès de l'entreprise à satisfaire à ses obligations plus larges, plutôt que par la croissance du bénéfice par action et par l'atteinte des objectifs de résultats trimestriels établis par des analystes.

Toutefois, comme nous l'avons énoncé dans les conditions préalables aux présentes recommandations de politiques, les actionnaires institutionnels, les gouvernements et les conseils d'administration doivent faire surgir un nouveau contexte d'affaires, tel qu'il permette aux dirigeants de planifier et de décider avec une perspective à plus long terme, et de prendre en compte les intérêts des multiples parties prenantes de l'entreprise.

Les dirigeants, les conseils d'administration et les investisseurs institutionnels partagent la lourde responsabilité de faire en sorte que cela se fasse.

Annexe 1

—

Figure 20

Sociétés composant le TSX 60 en 1998 et 2010

SOURCE: TSX REVIEW, 1998, P. 32
TSX REVIEW, 2010, CHAPITRE 7, P. 9

EN 1998 ET 2010	1998	2010
› Agrium	› Abitibi Consolidated	› Agnico-Eagles Mines
› Banque de Montréal	› Alberta Energy	› Arc Energy
› Banque de Nova Scotia	› Alcan Aluminium	› Brookfield Asset Management I
› Société aurifère Barrick	› Anderson Exploration	› Cameco Corporation
› BCE	› Ati Technologies	› Canadian Oil Sands
› Bombardier Inc.	› Biochem Pharma	› Cenovus Energy
› Banque Canadienne Impériale de Commerce	› Canadian Occidental Petroleum	› Eldorado Gold Corporation
› Compagnie des chemins de fer nationaux	› Dofasco	› Encana Corporation
› Canadian Natural Resources	› EdperBrascan	› Enerplus Resources Fund
› Chemin de fer Canadian Pacific	› Euro-Nevada Mining	› First Quantum Minerals
› Société Canadian Tire	› Falconbridge	› Fortis
› Enbridge	› GEAC Computer Corporation	› Vêtements de sport Gildan
› Compagnie pétrolière Imperial	› Gulf Canada Resources	› Goldcorp
› Compagnie Loblaw Limitée	› Compagnie de la Baie d'Hudson	› Husky Energy
› Magna International	› Imasco	› Iamgold Corporation
› Banque Nationale du Canada	› Inco	› Corporation minière Inmet
› Potash Corporation of Saskatchewan	› Laidlaw	› Kinross Gold Corporation
› Banque Royale du Canada	› MacMillan Bloedel	› Financière Manuvie
› Shaw Communications	› Mitel	› Metro
› Suncor Energy	› Moore Corporation	› Nexen
› Société d'énergie Talisman	› Newbridge Networks Corporation	› Penn West Energy
› Teck Resources	› Newcourt Credit Group	› Power Corporation of Canada
› Corporation Telus	› Noranda	› Research in Motion
› Thomson Reuters Corporation	› Northern Telecom	› Rogers Communications
› Banque Toronto-Dominion	› Nova Corporation	› Saputo
› Corporation Transalta	› Petro-Canada	› Corporation Shoppers Drug Mart
› Transcanada Corporation	› Placer Dome	› Groupe SNC-Lavalin
	› Poco Petroleum	› Financière Sun Life
	› Renaissance Energy	› Tim Hortons
	› Seagram Company	› Valeant Pharmaceuticals International
	› Télélobe	› Weston Ltd. George
	› United Dominion	› Yamana Gold
	› Westcoast Energy	› Yellow Media

Bibliographie et références

-
- Allaire, Yvan and Mihaela Firsirotu. *Black Markets... and Business Blues: The Man-Made Crisis of 2007-2009 and the Road to a New Capitalism*, FI Press: Montreal, 2009, 274p.
 - Barnard, Chester I. *The Functions of the Executive*, Harvard University Press: Cambridge, 1938, 334p.
 - Bass, Bernard M. *Bass & Stogdill's handbook of leadership: theory, research, and managerial applications*, 3rd ed. New York: Free Press, 1990, 1184p.
 - Berle, Adolph A. and Gardiner C. Means. *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Mc Millan, 1932
 - Chandler, Alfred D. *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Harvard University Press, 1994
 - Chandler, Alfred D. Jr. *The Visible Hand: The managerial Revolution in American Business*, The Belknap Press of Harvard University Press, 1977
 - Chandler, Alfred D. Jr. *Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise*, Cambridge, M.I.T. Press, 1962
 - Colvin Geoffrey, Harrington Ann and Hjelt Paola. *The Great CEO Pay Heist*, Fortune Magazine, June 2001, http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2001/06/25/305448/index.htm, Dodd-Frank Act of 2010
 - Drucker, Peter F. *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism came to America*, New York, NY: Harper & Row, 1976
 - Drucker, Peter F. *The concept of the Corporation*, John Day, 1946; 1972
 - Drucker, Peter F. *The Practice of Management: A Study of the Most Important Function in American Society*, Harper & Row, 1954
 - Frydman, Carola and Dirk Jenter. *CEO Compensation*, Annual Review of Financial Economics Vol. 2 p. 75-102, December 2010
 - Frydman, Carola and Raven E. Saks. *Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936-2005*, 2007, http://web.mit.edu/frydman/www/frydmansaks_trends_0707.pdf
 - FSB, Financial Stability Board. *FSB Principles for Sound Compensation Practices, Implementation Standards*, 2009, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925c.pdf

- Galbraith, John K. *The New Industrial State*, Houghton Mifflin Company, Boston, 1967
- Gordon, Jeffrey N. *Independent Directors and Stock Market Prices: The New Corporate Governance Paradigm*, European Corporate Governance Institute, ECGI Law Working Paper #74, 2006
- Graef, S. Crystal. *In Search of Excess: The Overcompensation of American Executive*, 1st ed. New York, 1991, 272p.
- Haldane, Andrew G. *Patience and Finance*, Oxford China Business Forum, Beijing, September 2010, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2010/speech445.pdf>
- Hambrick, Donald C. and Finkelstein, Sydney. *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*, Minneapolis/St. Paul, MN: West's Strategic Management Series, 1996, 457p.
- Institute of Corporate Directors. *Blue Ribbon Commission on the governance of executive compensation in Canada*, June 2007
- Institutional Shareholder Services Inc. *2012 ISS Policy Information*, 2012, http://www.issgovernance.com/policy/2012/policy_information
- ISS/Risk Metrics, *Evaluating Pay for Performance Alignment; ISS' Quantitative and Qualitative Approach*, December 20th, 2011
- Jensen, Michael C. and Kevin J. Murphy. *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper, July 2004
- Jensen, Michael C. and Murphy, Kevin J. *CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How*, Harvard Business Review, No. 3, SSRN #146148, May-June 1990
- Jensen, Michael C. *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review, September-October 1989
- Jensen, Michael C. and W. H. Meckling. *Theory of the Firm*, Journal of Financial Economic, Vol. 3, No. 4, October 1976
- Larcker, David F. and Tayan, Brian. *What is CEO Talent Worth ?* Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance, No. CGRP-23, SSRN #1991251, January 2012, 8p.
- Mergenthaler, Rick, Shiva Rajgopal, and Suraj Srinivasan. *CEO and CFO Career Penalties to Missing Quarterly Analysts Forecasts*, SSRN #1152421, August 2008 (Revised June 2009)

-
- Michaud, Dennis W. and Yunwei Gai. *CEO Compensation and Firm Performance*, SSRN #1531673, December 20th 2009
 - Montier, James. *Mind Matters: The road to revulsion and the creation of value*, SG Global Strategy Research. 2008, p.6 <http://www.fullermoney.com/content/2008-11-27/montiernov25.pdf>
 - Sanders, Wm. Gerald and Donald C. Hambrick. *Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk-taking and performance*, *Academy of Management Journal*, 2007, Vol. 50, No.5, p. 1055-1078
 - Sapp, Stephen and Southam, Colette. *Comparing 'Apples with Apples': A Canada-USA Comparison of CEO Compensation*, Richard Ivey School of Business University of Western, 2003, http://www.fsa.ulaval.ca/nfa2003/papiers/Southam_Sapp_July_25_2003_NFA2003.pdf
 - SEDAR [Online], Canada, 2011, <http://www.sedar.com>
 - Sloan, Alfred P. *My Years with General Motors*, 1964, 472 p.
 - St-Onge, Sylvie and Magnan, Michel. *Rémunération des dirigeants: mythes et recommandations*, *Gestion, Revue internationale de gestion*, Vol. 33, 3, 2008, p25-40
 - Thomas, Alan B. *Does Leadership Make a Difference in Organizational performance?* *Administrative Science Quarterly*, Vol.33, No. 3, 1988, p. 388-400
 - Wasserman, Noam, Nohria Nitin and Anand Bharat N. *When Does Leadership Matter?* The Contingent Opportunities View of CEO Leadership, Harvard Business School Working Paper No. 01-063, SSRN #278652, April 2001, 46p.
 - Werdigier, Julia. *In Britain, Rising Outcry Over Executive Pay That Makes 'People's Blood Boil'*, *The New York Times*, January 2012, <http://www.nytimes.com/2012/01/23/business/in-britain-a-rising-outcry-over-lavish-executive-pay.html>
 - WFE, World Federation of Exchanges [Online], France, 2011, <http://www.world-exchanges.org/>
 - Whyte, William H. *The Organization Man*, Doubleday, New York, 1956

Les prises de position de l'IGOPP

Les actions multivotantes : quelques modestes propositions

2006

Loyauté des actionnaires et citoyenneté dans l'entreprise ouverte

2006

L'indépendance des administrateurs : un enjeu de légitimité

2008

Vote consultative sur la rémunération des dirigeants («say on pay») Un pas en avant vers une meilleure gouvernance ?

2009

La place des femmes au sein des conseils d'administration : pour faire bouger les choses

2009



SCANNEZ CE CODE QR AVEC VOTRE APPAREIL MOBILE POUR ACCÉDER À TOUTES LES PRISES DE POSITION DE L'IGOPP.

Vous n'avez pas l'application ?

Recherchez "QR code reader" dans votre boutique d'applications.



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

1000, rue de la Gauchetière Ouest, bureau 640, Montréal (Québec) H3B 4W5

Téléphone 514.439.9301

| **Télocopieur** 514.439.9305

| **Courriel** info@igopp.org

| **www.igopp.org**