

Limitation de la rémunération excessive des dirigeants avec le *say on pay*



Gurvan Branellec

Docteur en droit,
Enseignant-chercheur en droit,
France Business School (fBS)
Campus de Brest
Responsable du Département
« Contrôle et Performance »,
gurvan.branellec@esc-bretagne-brest.com



Ji-Yong Lee

Docteur en Sciences Economiques,
Enseignant-chercheur en finance,
France Business School (FBS)
Campus de Brest
ji-yong.lee@esc-bretagne-brest.com

*Le problème de la rémunération des dirigeants d'entreprises a été au cœur de la crise financière qui a ébranlé les fondations du système économique mondial. Le *say on pay* est un dispositif instituant un vote des actionnaires sur la question de la rémunération des dirigeants. Il est destiné à mettre fin aux pratiques abusives et pourrait ainsi enrichir la prise en compte par les entreprises des problématiques de RSE (I). Ce vote consultatif existe dans de nombreux États à tel point qu'il est possible de parler de généralisation de celui-ci. Pourtant à bien des égards ce contrôle par les actionnaires de la rémunération des dirigeants n'est que relatif (II). Ce système n'existant pas de façon formalisée en France, se pose la question de la pertinence de son introduction soit dans la législation soit de sa reprise volontaire par les entreprises (III).*

Mots-clés : Say on pay, Responsabilité sociale des entreprises (RSE), Gouvernement d'entreprise, Rémunération, Dirigeants, Actionnaires

The problem of executive compensation was at the heart of the financial crisis that has shaken the foundations of the global economic systems. Say on pay gives shareholders the right to vote on the remuneration of executives. It is designed to end abusive practices and thus to promote the uptake of CSR by companies (I). This advisory vote exists in many countries so that say on pay vote is becoming increasingly common. Yet in many ways this shareholder control of executive pay is only relative (II). As this system does not exist in a formalized way in France, the relevance of its introduction through legislation or companies' voluntary measures is questioned (III).

Introduction

Le problème de la rémunération des dirigeants d'entreprises¹ a été au cœur de la crise financière qui a ébranlé les fondations du système économique mondial. Pourtant celui-ci n'est pas nouveau. Adam Smith écrivait en 1776 dans *La richesse des nations* « Les directeurs de ces sortes de compagnies (les sociétés par actions) étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent, on ne peut guère s'attendre à ce qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que les associés apportent souvent dans le maniement de leurs fonds » (p.104).

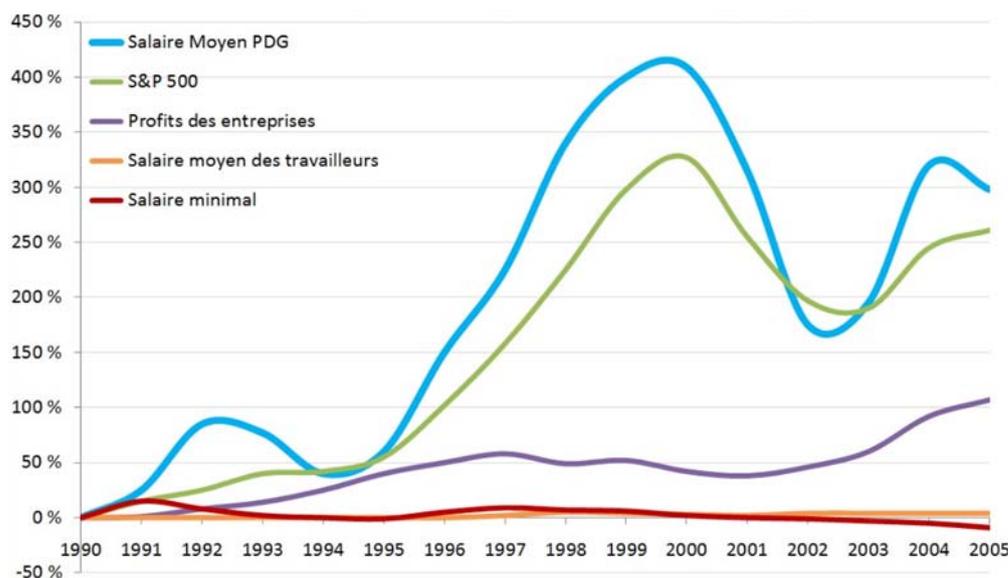
Il est possible de trouver une résonance à ces propos dans les scandales de la société Enron² ou de Worldcom qui ont entachés la finance internationale au début des années 2000. À nouveau, en 2007–2008, la rémunération avec des options d'achat d'actions a été l'une des causes de la crise du *subprime*. La question de la rémunération excessive des dirigeants, de part son côté symbolique, est donc au cœur des débats dans un contexte de crise.

La rémunération du dirigeant renvoie à la théorie de l'agence qui conçoit la firme comme un nœud de contrats (Jensen et Meckling, 1976). Selon cette théorie, les dirigeants et les actionnaires poursuivent chacun leurs propres intérêts. De ce fait, la rémunération des dirigeants a augmenté afin de les inciter à poursuivre les mêmes objectifs de rentabilité financière que les actionnaires. Comme le montre le graphique suivant, cette nouvelle approche de la rémunération des dirigeants aboutit aux résultats spectaculaires qui défrayent la chronique. La fortune des dirigeants se fait par l'évolution des cours boursiers sans forcément que les entreprises grandissent et réalisent plus de bénéfices. Il est ainsi possible de constater qu'aux États-Unis l'écart entre la rémunération moyenne des dirigeants et le salaire moyen ne cesse de se creuser même s'il a décliné, suite à l'éclatement de la bulle de « la nouvelle économie » entre 2000 et 2002. La question de la rémunération des dirigeants en France suit la même évolution qu'aux États-Unis. Même si les niveaux atteints en France sont inférieurs à ceux des États-Unis puisque « La rémunération globale des dirigeants d'entreprises cotées affichant plus de 1 milliard d'euros de capitalisation boursière a bondi de 34% en 2010 par rapport à 2009 »³.

¹ Le terme « dirigeants d'entreprise » renverra, s'agissant des sociétés cotées, au président, directeur général, le ou les directeurs généraux délégués des sociétés à conseil d'administration, le président et les membres du directoire des sociétés à directoire et conseil de surveillance et les gérants des sociétés en commandite par actions.

² La société Enron fut une des plus importantes entreprises des États-Unis par sa capitalisation boursière. Elle avait joint à son activité traditionnelle de fourniture de gaz un système de courtage par lequel elle achetait et revendait de l'électricité, notamment au réseau des distributeurs de courant de l'État de Californie. En décembre 2001, elle fit faillite en raison des pertes occasionnées par ses opérations spéculatives sur le marché de l'électricité ; elles avaient été masquées en bénéfices via des manipulations comptables.

³ Rapport Proxinvest sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées du CAC 40. www.proxinvest.com

Graphique 1 : Evolution cumulée d'indicateurs économiques américains (en \$ constants 2005)

Source : www.les-crisis.fr/remuneration-pdg

Note : Le S&P 500 est un indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses américaines

Afin de répondre aux comportements déviants des dirigeants d'entreprises qui avaient provoqué une perte de confiance des investisseurs dans les marchés boursiers, les États sont intervenus afin de renforcer la bonne gouvernance des entreprises et notamment la place des parties prenantes. Il s'agissait de permettre aux ayants droit et partenaires d'une institution, de voir leurs intérêts respectés et leurs voix entendues dans le fonctionnement de celle-ci. Les entreprises ont ensuite développée de façon plus globale une prise en compte de leur responsabilité sociale (RSE). Le développement d'une pression sociale s'exerçant sur les dirigeants pour qu'ils reconnaissent leur responsabilité auprès de tous ceux dont le bien-être peut être affecté par les décisions de l'entreprise est déjà assez ancienne (mécénat, politique sociale de grandes entreprises). Cette pression s'accroît aujourd'hui (Desbarats, 2008). La société civile amène ainsi les entreprises à adopter des démarches de responsabilité sociale. Il peut s'agir d'une démarche sincère d'entreprises soucieuses de considérations éthiques, ou d'un souhait d'éviter des mises en jeu de leur responsabilité voire encore d'une stratégie marketing visant à améliorer l'image de marque. L'entreprise, cellule économique essentielle, doit répondre aux intérêts de la collectivité et intégrer mais surtout respecter un certain nombre de valeurs dont l'éthique des affaires, la durabilité du développement ou la citoyenneté. La notion des parties prenantes est donc centrale dans les approches de la RSE.

Le *say on pay* s'inscrit pleinement dans cette logique car c'est un dispositif prévoyant un droit de vote au profit des actionnaires sur la question de la rémunération des dirigeants. Le lien avec l'éthique voire même le besoin d'éthique en la matière semblent évidents puisque *in fine* il s'agira de partager les profits au sein de l'entreprise (Parachkevova, 2010).

En France, la rémunération des dirigeants des sociétés cotées est fixée par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance qui met en place un comité des rémunérations. Les actionnaires contrôlent indirectement la rémunération des dirigeants en allouant la somme globale attribuée aux membres du conseil d'administration et de surveillance et en choisissant ceux-ci. Ils sont également amenés à connaître de la rémunération des dirigeants par le biais du

rapport de gestion qui doit détailler ces éléments. La réglementation ne prévoit toutefois pas qu'ils se prononcent directement et de manière séparée sur la rémunération des dirigeants. Pourtant, le dispositif du *say on pay* existe dans de nombreux États à tel point qu'il est possible de parler de généralisation de celui-ci. L'insertion en France de ce dispositif, pratique considérée comme favorisant la réduction des dérives abusives en matière de rémunération des dirigeants, pourrait s'inscrire dans le cadre d'une démarche RSE. Il est donc nécessaire de se demander si le mécanisme du *say on pay* ne pourrait pas venir améliorer les performances sociales des entreprises et donc enrichir la notion de RSE ?

Les actionnaires jouent un rôle central dans la prise en compte par les entreprises de leur responsabilité sociétale (1), le *say on pay*, qui permet aux actionnaires de contrôler la rémunération des dirigeants, est donc un mécanisme qui peut encore venir renforcer la RSE (2). Ce dispositif n'existant pas de façon formalisée en France, se pose la question de l'intérêt soit de son introduction dans la législation soit de sa reprise volontaire par les entreprises (3).

I - L'activisme des actionnaires et la RSE

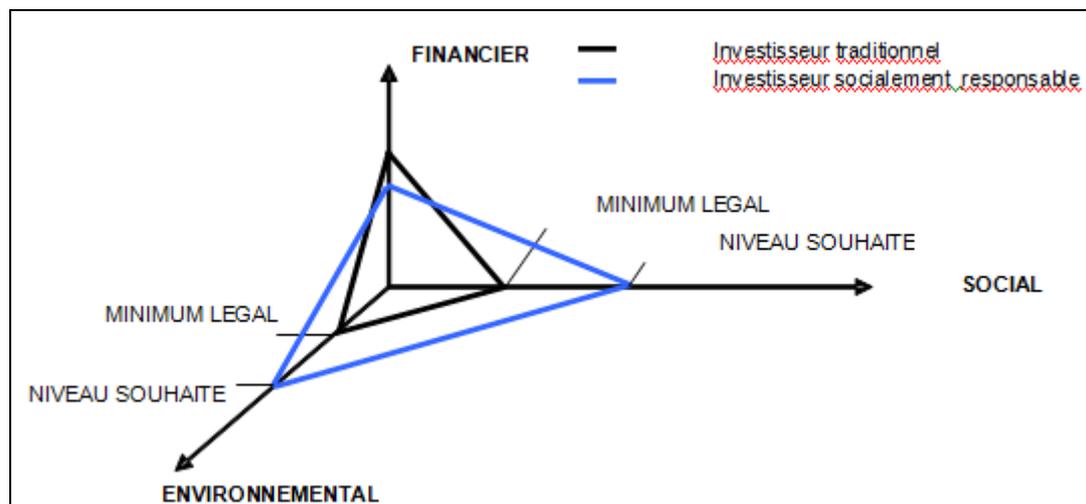
Les droits des actionnaires correspondent aux droits fondamentaux dont doivent disposer tous les actionnaires quelle que soit leur part dans l'entreprise. On citera en particulier le droit de bénéficier de méthodes fiables d'enregistrement de leurs titres, le droit de céder ou de transférer des actions, l'accès à toute information concernant l'entreprise, le droit de participer aux assemblées générales des actionnaires et d'y voter, le droit d'élire les membres du conseil d'administration et le droit de partager les bénéfices de l'entreprise. En plus du droit de participation aux assemblées générales, les actionnaires doivent bénéficier d'un droit de participation aux décisions affectant toute réforme fondamentale en termes de politique d'entreprise, ainsi que toute modification des statuts de la société ou de tout autre document analogue régissant la société. Tout actionnaire doit avoir accès à une quantité suffisante d'information afin d'être en mesure de pouvoir exercer son droit de vote personnellement ou in absentia (OCDE, 1999).

Ainsi, les droits de vote dans les assemblées générales permettent aux actionnaires de défendre leurs points de vue. Face à la position de plus en plus dominante des dirigeants au sein de la société, les actionnaires peuvent s'impliquer dans la marche des entreprises (Plihon, 2003). Il est alors possible de parler d'activisme actionnarial. Même si tous les actionnaires ne sont pas activistes, l'activisme à travers le monde s'est accru au cours des deux dernières décennies (Agrawal et Mandelker, 1992 ; Lichtenberg et Pushner, 1994 ; Stapledon, 1996). Aux États-Unis, dès le milieu des années 80 des actionnaires institutionnels comme les fonds de pension ont commencé à s'introduire dans la gestion de l'entreprise en proposant des orientations (Charléty, 2001). Quelques années plus tard les actionnaires ont voulu influencer sur la direction des sociétés cotées en négociant directement avec la gestion d'entreprise ou en alertant les médias. La pression des fonds mutuels (les organismes de placement collectif qui collectent des fonds auprès d'entités diverses et les utilisent pour acquérir des actifs financiers) s'exerce par le remplacement du dirigeant suite à la baisse de la performance. Depuis la faillite d'Enron et les multiples scandales révélés, les actionnaires adoptent de plus en plus un mode actif de gestion. Cet activisme actionnarial se développe également en Europe et en Asie même s'il demeure moins développé qu'aux États-Unis.

Historiquement, l'activisme prenait en compte des critères liés à la situation financière de l'entreprise. Pourtant, d'une vision dominante centrée sur les objectifs financiers, nous sommes progressivement passés à une approche élargie en retenant des valeurs sociales, environnementales et éthiques, c'est-à-dire la RSE. Cet élargissement qui intègre de plus en plus des critères extra-financiers s'exprime aussi par la communication financière. Les entreprises ne se contentent plus d'émettre des informations quantitatives, mais livrent également de façon

volontaire des informations plus qualitatives et de nature extra-financière. La préoccupation d'une performance supérieure en termes environnemental et social conduit certains investisseurs à renoncer au rendement financier maximal (Figure 1).

Figure 1 - Investisseur traditionnel vs Investisseur socialement responsable



Source : Observatoire sur la Responsabilité Sociale des Entreprises (2011).

Il n'est pas difficile d'identifier dans l'actualité des exemples d'activisme des actionnaires sur les questions de RSE. Ainsi, le 13 avril 2000, 13,5% des actionnaires de BP⁴ ont voté en faveur d'une prise en compte du changement climatique dans la stratégie du groupe. BP avait déjà reconnu la menace du changement climatique mondial en ce qu'il impliquait une réduction substantielle de l'utilisation de pétrole et de gaz - ses activités principales. Malgré cela, la société n'avait pas intégré le changement climatique dans sa nouvelle stratégie. Suite à ce vote des actionnaires, BP a décidé d'arrêter le développement de l'exploitation du versant nord de l'Alaska⁵ et de réorienter les investissements en faveur de l'énergie solaire par le biais de sa division BP Solarex⁶. Cette mesure ayant pour objectif de poursuivre la nouvelle politique en faveur des énergies alternatives et de profiter de l'intérêt croissant pour les énergies renouvelables.

En 2000, le groupe de recherche américain World Resources Institute (WRI) a publié un rapport «Pure Profit» qui portait sur les risques environnementaux auxquels est confrontée l'industrie forestière. Le rapport, partant de l'évaluation financière réalisée sur 13 entreprises du secteur, a révélé que celles qui ont des impacts négatifs sur l'environnement ont une valeur qui diminue. Il en résulte une baisse de la valeur des actions détenues par les actionnaires. Les actionnaires activistes d'entreprises du secteur forestier ont donc utilisés en 2001 et 2002 ce rapport comme une base pour faire pression sur leurs dirigeants.

Ces quelques exemples montrent bien le rôle central des actionnaires s'agissant des questions de RSE. Le *say on pay*, qui est un dispositif permettant à ces derniers de contrôler la rémunération des dirigeants qui existe dans de nombreux pays, pourrait donc renforcer l'activisme des actionnaires sur les questions de RSE.

⁴ La société BP, anciennement nommée British Petroleum puis BP Amoco, est une compagnie pétrolière britannique.

⁵ Le Groupe BP est le pionnier dans l'exploitation pétrolière en Alaska.

⁶ Cette filiale de BP fabrique et commercialise des chauffe-eau solaires et modules photovoltaïques.

II - Une généralisation du dispositif du say on pay

La question de la rémunération des dirigeants a suscité de vifs débats à l'échelle mondiale ces dernières années. Partant du principe qu'il est nécessaire de corriger les déficiences de contrôle dans la rémunération des dirigeants, des dispositifs permettant un vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants ont été mis en place dans un nombre croissant d'États (2.1). Il est toutefois possible de souligner plusieurs limites de ce vote (2.2).

1 - Un dispositif permettant un vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants

Le Royaume-Uni a été le premier État à adopter le dispositif du *say on pay* en 2002. Il a été suivi peu de temps après par l'Australie (2004), les Pays-Bas (2004), la Suède (2006), la Norvège (2007), l'Espagne (2008), l'Allemagne (2009), la Belgique (2010) et enfin les États-Unis (2010). Le dispositif britannique a servi de modèle pour la plupart des États. Le *Companies Act* de 2006 prévoit cinq obligations pour les sociétés cotées en bourse (Magnan et Mangen, 2009) :

- Publier un rapport sur la rémunération des dirigeants ;
- Préciser dans ce rapport la rémunération de chaque dirigeant ;
- Expliquer la politique de rémunération des dirigeants ;
- Définir, s'agissant de la rémunération des dirigeants, les rôles du conseil d'administration et du comité des ressources humaines ;
- Soumettre le rapport à un vote consultatif lors de l'assemblée générale annuelle des actionnaires.

Depuis que la réglementation britannique a adopté ce dispositif, des actionnaires l'ont mis en œuvre pour contester les niveaux de rémunérations des dirigeants de leurs sociétés. En 2003, 50,7 % des actionnaires de GlaxoSmithKline ont rejeté un rapport sur la rémunération du chef de la direction Jean-Pierre Garnier dont le bonus était estimé à 22 millions de livres (£) en salaire et en actions. La Royal & Sun Alliance est une autre entreprise dont les actionnaires ont rejeté la politique de rémunération des dirigeants. 28% des actionnaires ont voté contre une prime de 250 000 livres pour le directeur de finances Julian Hance et une retraite de 1,4 millions de livres pour directeur général Bob Mendelsohn⁷.

L'introduction du dispositif du *say on pay* a ainsi permis d'attirer l'attention des actionnaires sur la nécessité d'adopter des pratiques responsables en matière de rémunérations de dirigeants. Une étude de Ferri et Maber (2010), réalisée sur un échantillon d'entreprises britanniques, montre d'ailleurs que le *say on pay* a contribué à diminuer les cas dans lesquels il y a une déconnexion entre les performances de l'entreprise et la rémunération des dirigeants.

Le Royaume-Uni a même l'intention de renforcer le contrôle des actionnaires sur la rémunération de leurs dirigeants. Le Ministre britannique du commerce Vincent Cable a annoncé le 23 janvier 2012 que son gouvernement proposait de soumettre la rémunération future des dirigeants à un vote obligatoire des actionnaires. Un seuil de 75% des votants devrait être franchi en assemblée et les entreprises auraient l'obligation de fournir une fourchette de rémunération totale en fonction des hypothèses de performance. Les actionnaires pourraient ainsi disposer d'un véritable droit de veto sur les rémunérations des dirigeants de grandes entreprises⁸. La mise en place de ce vote obligatoire devrait permettre de mettre davantage de pression sur les conseils d'administration des grandes entreprises.

⁷ Cf. <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/3029177.stm>.

⁸ .Site internet du Ministère britannique du commerce, de l'innovation et des compétences (24 janvier 2012), www.bis.gov.uk

Le dernier pays à avoir adopté le principe du *say on pay* est les États-Unis. Le 10 juin 2009, en plein cœur de la crise économique et financière, le Secrétaire américain au trésor, M. Geithner, annonçait que le gouvernement allait appuyer un accroissement du pouvoir des actionnaires s'agissant de la question de la rémunération des dirigeants. L'objectif affiché était de mettre fin aux abus et au scandale des rémunérations des dirigeants notamment dans le secteur financier ayant failli pendant la crise économique et financière. Le sénateur Charles Schumer et le Congressman Barney Frank ont déposé des projets de lois contenant, entre autres mesures, une introduction en droit des sociétés américain du dispositif du *say on pay*. La réforme sur la régulation financière a finalement été adoptée par le Congrès américain le 15 juillet 2010 et signée par le Président Obama le 21 juillet. Cette réforme d'une ampleur sans précédent a pour objectifs affichés de promouvoir la stabilité financière, la transparence du système financier et de protéger les contribuables et consommateurs américains. Le titre IX du *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* prévoit que les actionnaires des sociétés cotées auront un double droit de vote facultatif s'agissant de la rémunération des dirigeants. Le premier vote permet aux actionnaires de se prononcer sur la rémunération des dirigeants. Le second vote aura lieu au moins une fois tous les six ans et sert à déterminer la fréquence du premier vote (le vote sur la rémunération doit-il avoir lieu tous les ans, tous les deux ans ou tous les trois ans ?). Les dirigeants des sociétés soumis au formulaire 13 (f) du *Securities Exchange Act of 1934* devront rendre public chaque année la manière dont ils ont exercé leur droit de vote. La réglementation américaine va même au-delà du système du *say on pay* puisqu'il instaure un *say-on-golden parachute* qui prévoit le contrôle par les actionnaires des indemnités de départ des dirigeants (Tchoutourian 2010 A, p. 376). Il y a donc institution d'un système de publicité de la rémunération des dirigeants au profit des actionnaires.

La pratique du *say on pay* peut être introduite d'une autre manière. Certains pays ont ainsi fait le choix de ne pas imposer le *say on pay* mais de recommander aux entreprises son adoption volontaire. Il en est ainsi de l'Allemagne où la loi donne la possibilité aux actionnaires de voter sur la rémunération des dirigeants lors de l'assemblée générale. En Suisse ce sont les entreprises elles-mêmes qui sont à l'origine de la création du dispositif. La Fédération des entreprises suisses a adopté le Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise (2002) qui prévoit que l'assemblée générale participe au débat sur le système de rémunération des dirigeants (le Code prévoit la possibilité de soumettre le rapport sur les rémunérations à un vote consultatif de l'assemblée générale, annexe 1, point 9 variante 2). Selon la fondation Ethos⁹, 21 sociétés, parmi les cent plus grandes, ont accepté d'introduire un vote consultatif sur la rémunération dans leur assemblée générale 2010, contre 12 en 2009. Pour l'assemblée de Novartis en 2010, par exemple, la réélection du président du comité des rémunérations a déclenché une opposition. « Celui-ci a joué un rôle très important dans l'élaboration d'un système qui ne respecte pas les bonnes pratiques internationales et permet au président de Novartis de toucher près de 29 millions d'euros par an »¹⁰ explique Ethos.

Tout comme en Suisse, les entreprises canadiennes ont introduit volontairement le principe du vote consultatif des actionnaires sur la rémunération. Le *say on pay* a été introduit au Canada en 2007 suite à l'initiative de l'Association des actionnaires pour la Recherche et l'Éducation (SHARE) qui a demandé à six sociétés de services financiers d'introduire ce dispositif (Hugessen Consulting, 2008). En 2010, ce sont 27 sociétés canadiennes au total qui ont procédé au vote consultatif. Cette démarche est encouragée par des organisations vouées à la bonne gouvernance telles que le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (MÉDAC), la

⁹ Fondation suisse pour un développement durable créée en 1997.

¹⁰http://www.novethic.fr/novethic/finance/exercice_du_droit_de_vote/remunerations_dirigeants_actionnaires_prennent_p_arole/128092.jsp

Coalition canadienne pour la bonne gouvernance (CCBG) et le Conseil des investisseurs institutionnels.

Par ailleurs s'agissant des modalités même du *say on pay* il y a des variantes selon les différents dispositifs. Ainsi, le vote par les actionnaires de la rémunération des dirigeants de leur société n'est pas forcément toujours annuel mais peut être semestriel ou trimestriel. De même le vote peut tout à fait être un vote global portant sur l'ensemble des rémunérations des dirigeants ou un vote plus précis pouvant même aller jusqu'à être nominatif (Perchet et Sibille, 2010). La philosophie du *say on pay* est pourtant toujours la même : il s'agit d'instituer un vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants et, par ce biais, leur permettre de contrôler cette question en évitant des abus. Se pose donc la question de l'efficacité de ce dispositif de contrôle par les actionnaires de la rémunération des dirigeants.

2 - Les limites du *say on pay*

Le dispositif du *say on pay* ne constitue pas une garantie de bonnes pratiques en matière de rémunération des dirigeants puisque le contrôle institué n'est que relatif.

En premier lieu, il est important de rappeler que le vote des actionnaires n'est qu'un vote consultatif qui ne va pas contraindre les dirigeants à suivre la position des actionnaires. Si l'on prend l'exemple du dispositif belge de *say on pay*, l'article 9 de la loi du 6 avril 2010 a modifié l'article 554 du Code des sociétés et prévoit que, dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, le rapport de rémunération sera soumis à un vote séparé de l'assemblée des actionnaires. Pourtant, « le refus d'approbation du rapport de rémunération n'a pas d'impact sur l'approbation des comptes annuels ou la validité de la décharge et ne porte pas préjudice aux dispositions contractuelles existantes » (Tchotourian, 2010 B, p. 10).

Ce vote ayant une forte valeur psychologique et il y a toutefois peu de chance que les dirigeants, si les actionnaires rejettent la politique de rémunération, maintiennent celle-ci [c'est ce qu'illustrent les exemples GlaxoSmithKline, Royal & Sun Alliance (développés précédemment) et Royal Dutch Shell]. Ces cas de rejet sont toutefois rares, car ces cinq dernières années ils ne touchent, en Angleterre, que 4 ou 5% des entreprises (Guilshan, 2009). Aux États-Unis, grâce à la mesure du *say on pay*, les pratiques changent mais les rémunérations des patrons continuent de grimper depuis la crise de 2008¹¹.

En second lieu, pour que le contrôle des actionnaires soit efficace, il est nécessaire que ceux-ci se saisissent des pouvoirs qui leurs sont accordés. Or, comme l'exprime Tchotourian (2009), rien n'est moins sûr au regard « de la technostructure qu'est devenue la société » (p. 950). Il est également nécessaire que les actionnaires soient en possession de l'ensemble des éléments leur permettant de se prononcer de façon éclairée sur la politique de rémunération. Les systèmes de rémunération des dirigeants sont souvent complexes puisqu'ils sont en général constitués d'une part fixe, d'une part variable et d'un régime de rémunération en action (ou d'octroi d'options sur le titre). Leur description peut ainsi être longue et compliquée. Par ailleurs cette transparence met forcément fin à la confidentialité sur la rémunération des dirigeants ce qui peut poser problème dans une société comme la nôtre où les gens sont peu enclins à révéler leur rémunération. Il est à noter également que la transparence générale sur la rémunération des dirigeants des sociétés cotées peut avoir des effets négatifs puisque ceux situés en bas de l'échelle peuvent souhaiter revaloriser leurs revenus pour s'aligner sur ceux en haut de l'échelle (Husson-Traoré, 2009). Selon les travaux d'Adams (1963) qui a introduit la théorie de l'équité, des individus comparent leur situation avec celle d'autres personnes soit à l'intérieur de son entreprise (équité interne) soit dans d'autres organisations (équité externe). L'individu mémorise un ratio –rétribution/contribution – appelé ratio d'équité. Il compare son ratio avec celui ou ceux qu'il a retenus comme points de repère et c'est de cette comparaison que le salarié éprouve un

¹¹ www.aflcio.org/corporate/watch/CEO-pay-and-the-99

sentiment d'équité ou de sous-équité. La publication d'informations sur la rémunération des dirigeants peut donc provoquer de vifs sentiments de non-équité. Ce sentiment des salariés peut contribuer à la dégradation du climat social dans l'entreprise et ainsi avoir des conséquences coûteuses pour l'entreprise (Peretti, 2001, p.269 et 2004, p.7).

Même dans l'hypothèse où les actionnaires seront en possession de l'ensemble des éléments concernant la rémunération des dirigeants, un autre débat autour du vote consultatif porte sur le lien entre performance et rémunération. En effet, les actionnaires vont de façon logique essayer de mesurer la performance des dirigeants afin d'apprécier les rémunérations allouées. La définition de la performance et la fixation d'outils de mesure font ainsi l'objet d'une attention particulière. Une recherche d'un lien quantitatif entre performance immédiatement mesurée et rémunération peut produire des effets non souhaitables. Il peut en résulter que les dirigeants ne sont plus jugés que sur des critères quantitatifs au détriment d'éléments qualitatifs parfois primordiaux pour le développement de la société. Ils peuvent être alors incités à privilégier des objectifs à court terme parfois peut-être au détriment de la société sur un long terme. La performance ne devra pas être seulement financière, les dirigeants devront notamment prendre en compte les questions de responsabilité sociale de l'entreprise.

Ce dispositif de vote obligatoire des actionnaires sur la rémunération des dirigeants va également engendrer un coût pour la société. Il faudra rédiger un rapport supplémentaire et ensuite le faire approuver par les actionnaires réunis en assemblée. Ce coût doit être relativisé car ce contrôle permet d'éviter des abus et de porter atteinte à l'image de l'entreprise ce qui pourra générer des coûts encore plus importants.

Le *say on pay* soulève également des interrogations en ce qu'il diminue le rôle du conseil d'administration ou du conseil de surveillance qui sont pourtant les institutions mises en place par les actionnaires pour contrôler la direction. Ces conseils disposent d'un pouvoir général d'orientation et de contrôle de la politique sociale et peuvent se saisir de toute question intéressant la bonne marche de la société. On voit mal alors pourquoi la question fondamentale de la rémunération des dirigeants leur échapperait. Si l'on considère que ces questions doivent leur échapper du fait de leur caractère sensible, il faudrait alors engager une réflexion sur le rôle de ces organes. Ceux-ci ont en effet un rôle central en matière de gouvernance des sociétés cotées, or s'ils ne sont pas dignes de confiance s'agissant de la question de la rémunération des dirigeants, pourquoi en seraient-ils dignes pour les autres sujets, parfois tout aussi sensibles, qu'ils ont compétence pour connaître ? On notera cependant qu'un des principaux arguments en faveur du vote consultatif tient aux rencontres entre les actionnaires et les membres de conseils d'administration. Cet accès aux membres de conseils d'administration permet aux actionnaires d'exprimer leurs préoccupations ou leurs mécontentements sur la politique de rémunération. Cette démarche renvoie directement aux responsabilités du conseil d'administration dont la mission consiste à protéger et promouvoir les intérêts des actionnaires et des parties prenantes (OCDE, 1999).

Enfin, dans son principe même le *say on pay* peut être jugé contestable car il peut donner l'impression que la politique de rémunération des dirigeants, et de façon plus générale les décisions sociales, doivent être prises à l'aune de l'intérêt des actionnaires. Or, cette approche des sociétés commerciales est justement critiquée car la société étant la cellule économique essentielle, elle ne peut être uniquement mise au service des intérêts de ceux qui en détiennent le capital. Il faut également considérer les intérêts de la personne morale créée (l'intérêt social) mais également les intérêts d'autres parties prenantes dénommées *stakeholders*. Cette expression *stakeholders* désigne les individus et les groupements qui contribuent, volontairement ou non, à la capacité de créer de la valeur et de l'activité et qui en sont ses bénéficiaires potentiels et/ou en assument les risques » (Post et al., 2002). Elle a donné lieu à la théorie des parties prenantes qui identifie et organise les multiples obligations de l'entreprise envers les différents groupes qui y contribuent. Cette approche se pose donc comme « une alternative au modèle de gouvernance

actionnariale et incite à une vision élargie des théories contractuelles des organisations (TCO) » (Gond et Mercier, 2006, p. 920). Dans cette optique, la politique de rémunération des dirigeants de l'entreprise devra ainsi prendre en considération la performance de l'organisation en intégrant l'éthique organisationnelle et la responsabilité sociale de l'entreprise (les intérêts des actionnaires mais aussi ceux des salariés, créanciers, les intérêts à long terme de l'entreprise...). En fin de compte, malgré les limites de ce dispositif, le *say on pay* est vu comme un moyen d'éviter des dérives abusives quant à la rémunération des dirigeants, notamment grâce à l'échange avec les actionnaires. Ceux-ci peuvent, par le biais du vote, exprimer leur avis sur la question de la rémunération des dirigeants de leurs sociétés. Les actionnaires pourront de ce fait véritablement négocier avec les dirigeants en cas de désaccord sur la rémunération de ces derniers. Comme le montre le travail de Ferri et Maber (2010), le *say on pay* contribue à la baisse de la rémunération des dirigeants en cas de mauvais résultats de la société, les rémunérations des dirigeants étant davantage en adéquation avec les résultats de la société. Ce dispositif n'existe pas en France. Il est dès lors légitime de se demander si son introduction peut être utile voire nécessaire afin de mieux encadrer la rémunération des dirigeants des sociétés françaises ?

III - Une introduction nécessaire du dispositif du *say on pay* en France ?

Ces dernières années, il est possible de constater une quasi-généralisation dans les systèmes anglo-saxons du dispositif du *say on pay* soit par le biais d'une loi contraignante soit par celui de codes de bonne conduite adoptés par les entreprises elles-mêmes ou par des organisations professionnelles. La France ne prévoit pas la soumission directe de la rémunération des dirigeants au vote des actionnaires. Se pose donc la question de savoir si une introduction de ce dispositif soit, dans la loi française (3.1) soit, dans un code de bonne conduite adopté volontairement par les entreprises (3.2), se justifie ?

1 - Une introduction inutile dans la réglementation française

La France a elle aussi adopté des mesures pour améliorer le contrôle de la rémunération des dirigeants. La loi NRE¹² a d'abord prévu que le rapport annuel sur la gestion de la société rend compte de la rémunération totale et des avantages de toute nature versés durant l'exercice à chaque dirigeant et du montant des rémunérations et des avantages de toute nature (depuis l'ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 les « avantages de toutes nature » comprennent également les attributions éventuelles de titres de capital) que chacun de ces dirigeants a reçu durant l'exercice de la part des sociétés contrôlées. La loi du 1^{er} août 2003 prévoit, dans l'hypothèse de filiales, que le rapport doit indiquer également ce qui est perçu par le dirigeant de la part de la société qui contrôle celle dans laquelle le mandat est exercé. L'information sur les rémunérations des dirigeants des SA a également été accrue par la loi du 26 juillet 2005, en même temps, il est vrai, que disparaît l'obligation dans les sociétés dont les titres ne sont pas admis sur un marché réglementé. Cette loi a une nouvelle fois modifié l'article L. 225-102-1 pour accentuer les obligations d'information à propos de la rémunération des dirigeants. Un alinéa nouveau est inséré à l'alinéa 2 pour préciser le contenu du rapport qui doit décrire en les distinguant les éléments fixes, variables et exceptionnels composant les rémunérations (et leur mode de calcul) ainsi que les engagements de toute nature, pris par la société au bénéfice de ses dirigeants.

¹² Loi du 15 mai 2001 sur les Nouvelles régulations économiques (loi n° 2001-420).

Pourtant, malgré ce corpus juridique, des scandales continuent à émailler l'actualité. Il en est ainsi lorsque Daniel Bernard quitte Carrefour (il aurait dû toucher une indemnité de 38 millions d'euros¹³) ou lorsque Noël Forgeard quitte EADS en juillet 2006. Nicolas Sarkozy fait alors la promesse électorale en 2007 de légiférer, on parle alors d'une loi de moralisation de la vie économique¹⁴. Celle-ci sera finalement intégrée à la loi TEPA¹⁵. Les pouvoirs politiques veulent ainsi moraliser la vie des affaires en s'attaquant aux « rentes de démission et aux primes à l'échec et à l'incompétence. » (Rome, 2008, p. 2585). La loi TEPA a encadré les rémunérations différées des dirigeants de sociétés anonymes cotées en subordonnant leur octroi à des conditions de performance fixées a priori par les conseils d'administration et de surveillance (Faussuriers, 2009, p. 11). Le gouvernement est enfin intervenu sur la question de la rémunération des dirigeants d'entreprises sauvées de la faillite¹⁶ par le décret n° 2009-348 du 30 mars 2009. Celui-ci permet d'encadrer les rémunérations variables qui devront être établies à partir de critères de performance précis et limités dans le temps. Le décret précise également qu'en cas d'indemnité de départ « celle-ci est fixée à un montant inférieur à deux années de rémunération ».

La loi du 21 août 2007 (TEPA) a elle aussi renforcé le contrôle de la rémunération des dirigeants mais uniquement pour les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. Elle prévoit que « sont interdits les éléments de rémunération, indemnités et avantages dont le bénéficiaire n'est pas subordonné au respect de conditions liées aux performances du bénéficiaire, appréciées au regard de celles de la société dont il préside le conseil d'administration ou exerce la direction générale ou la direction générale déléguée¹⁷. » La fréquence de l'intervention du législateur en ce domaine montre bien à quel point ce problème est sensible. Il est donc possible de s'interroger sur l'opportunité d'une intervention supplémentaire du législateur en ce domaine pour imposer le *say on pay* ?

L'utilisation de la voie législative dans le domaine économique est contestée par beaucoup d'auteurs. S'ils ne contestent pas le bien-fondé d'une régulation de l'économie de marché, ils en contestent la méthode. Ainsi Frison-Roche (2001) définit le droit de la régulation comme ayant « vocation à exprimer un nouveau rapport entre le droit et l'économie, à la fois un rapport d'organisation et de contrainte et un rapport détaché du passage nécessaire par l'État et son organisation administrative » (p.610). Dans le même ordre d'idée Hayek (1973) considère que le droit doit être un ensemble de règles générales et impersonnelles et non une réglementation technique précise et conjoncturelle. Ce serait donc aux systèmes sociaux de se réguler ou selon l'expression consacrée de s'autoréguler.

C'est le choix qui a été fait en France où, pour l'heure, la rémunération des dirigeants reste largement gouvernée par la liberté contractuelle. Il ne faudrait pourtant pas croire que la question de la rémunération des dirigeants de sociétés échappe à toute régulation. Celle-ci fait au contraire l'objet d'une régulation développée en dehors du cadre étatique puisque l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et le Mouvement des Entreprises de France (MEDEF), deux organisations professionnelles, se sont saisies de cette question.

¹³ Cette somme comprenant une prime de non-concurrence ainsi qu'une « retraite chapeau ». La Cour d'appel de Paris, dans un arrêt du 7 octobre 2008 vient d'annuler sa « retraite chapeau ».

¹⁴ Discours aux parlementaires de la majorité, Palais de l'Élysée 20 Juin 2007.

¹⁵ Loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat.

¹⁶ Il est ainsi possible d'évoquer les indemnités de départ touchées par M. Deletré, ancien directeur général chez Dexia (2,3 millions d'euros en comptant des droits à la retraite), la prime touchée par M. Mittler ancien directeur financier de la banque Fortis.

¹⁷ Article L. 225-42-1 al. 2 du Code de commerce.

2 - Une reprise volontaire utile pour les entreprises

Le dispositif du *say on pay* peut tout à fait déjà exister en France puisqu'une entreprise a la possibilité de le mettre en place volontairement (en prévoyant notamment ce vote dans les statuts). La question qui se pose ici est de savoir si ce dispositif peut être généralisé aux entreprises dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé par le Code de bonne conduite élaboré par les entreprises elles-mêmes ou par le biais de leurs organisations professionnelles ?

En France, les pouvoirs publics ont souhaité que les partenaires sociaux arrivent à s'auto-discipliner sur la question de la rémunération des dirigeants. C'est ce qu'ont fait deux organisations patronales, le MEDEF et l'AFEP, en élaborant des recommandations.

Les recommandations AFEP-MEDEF sur la rémunération des dirigeants de sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé¹⁸ (octobre 2008) contiennent des règles générales destinées à guider les entreprises. Elles prévoient que le rapport de gestion et le rapport du président du conseil d'administration ou de surveillance doivent présenter de façon détaillée la rémunération individuelle de chaque dirigeant. Ces recommandations vont au-delà de l'obligation de transparence sur la rémunération des dirigeants puisqu'elles recommandent l'interdiction des indemnités de départ abusives lorsque l'entreprise ou les dirigeants eux-mêmes sont en situation d'échec. L'interdiction est également conseillée lorsque le dirigeant quitte la société à son initiative ou change de fonction à l'intérieur d'un groupe (ou s'il peut faire valoir ses droits à la retraite à brève échéance). Elles prônent le maintien de ces indemnités si la révocation du dirigeant est liée à un changement de contrôle ou de stratégie, avec un plafonnement dans ce cas à deux ans de rémunération (fixe et variable).

Ces recommandations semblent largement suivies par les entreprises¹⁹. Malgré cela, s'il a été possible de constater une baisse ces deux dernières années de la rémunération des dirigeants (les dirigeants exécutifs du CAC 40 ont perçu un total moyen de 3,1 millions d'Euros en 2009 contre 3,6 millions d'Euros en 2008 et 4,7 millions d'Euros en 2007), les rémunérations repartent à la hausse en 2010 avec une croissance moyenne de 34% (4,11 millions d'euros²⁰). Il faut également relativiser cette baisse ponctuelle, il s'agissait en fait d'une baisse de la dotation d'options et d'actions gratuites²¹, non d'une baisse de la rémunération fixe qui reste élevée malgré un contexte de crise.

Il apparaît ainsi que les actionnaires des sociétés françaises dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé disposent d'une information précise sur la rémunération des dirigeants. Toutefois, ni la loi ni le Code de gouvernement d'entreprise ne prévoient de vote séparé des actionnaires sur ces questions. Par ailleurs, le dispositif instauré par le Code de gouvernement d'entreprise n'est pas sans poser des difficultés puisque l'adhésion d'une entreprise au Code ne signifie par forcément qu'elle se conforme à l'intégralité des principes de celui-ci. Le Code fonctionne sur le principe du *comply or explain*, une entreprise pourra toujours déroger à une disposition du Code sous réserve de s'en expliquer. Par ailleurs, ce Code ne distingue pas entre les dirigeants exécutifs et ceux non-exécutifs. La loi NRE du 15 mai 2001²² a donné la possibilité de dissocier, au sein des SA, les fonctions de directeur général et celle de président du conseil d'administration. Une réflexion pertinente sur la question de la rémunération des dirigeants ne peut se dispenser de distinguer ceux qui tiennent la barre de l'entreprise de ceux qui contrôlent l'exécution de la stratégie et dirigent le travail des

¹⁸ Les recommandations prévoient qu'il est souhaitable que les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché organisé et que les sociétés non cotées appliquent également ces recommandations.

¹⁹ 38 sociétés du CAC 40 et 97% des sociétés du SBF 120 ont adhéré à ces recommandations (AMF, 2009 ; AFEP et MEDEF, 2010).

²⁰ Rapport Proxinvest, 2011.

²¹ Rapport Proxinvest, 2010.

²² Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques.

administrateurs. Il est d'ailleurs intéressant de savoir que les britanniques n'accordent aux dirigeants non-exécutifs (*chairmen*) que des rémunérations fixes sans communes mesures avec la rémunération des dirigeants exécutifs. Les rémunérations des dirigeants non exécutifs français étant parmi les plus élevées d'Europe avec une moyenne de 928 000 Euros pour le CAC 40 en 2009 (soit quatre fois plus que leurs homologues allemands ou néerlandais)²³.

Le Code de gouvernement d'entreprise du MEDEF et de l'AFEP présente l'intérêt de réintroduire la notion d'« intérêt social » en précisant que « chaque élément de rémunération doit être clairement motivé et correspondre à l'intérêt général de l'entreprise ». L'entreprise doit également privilégier la création de valeur pour les actionnaires mais également pour l'ensemble des partenaires de l'entreprise.

Ce Code pourrait être utilement complété par l'insertion du mécanisme de *say on pay* qui permettrait aux actionnaires, qui sont les propriétaires de l'entreprise, de mieux contrôler la façon dont ils rétribuent les dirigeants de leurs sociétés (c'est le choix qui a été fait en Italie en 2011 où le dispositif du *say on pay* a été introduit dans un code de bonne conduite à destination des entreprises²⁴). L'institution de ce vote permettrait également de renforcer les « équilibres contractuels » au sein de l'entreprise (Biot-Paquerot et *al.*, 2010, p. 30) notamment en impliquant les salariés par le biais des délégués du personnel qui pourraient assister à ce vote. Les dirigeants doivent donc en permanence prendre en compte les intérêts des différentes parties (Charreaux, 1997). En cela ce dispositif se rattache pleinement à la RSE car la dimension éthique de ce contrôle de la rémunération des dirigeants devrait permettre de clarifier les valeurs fondamentales de l'entreprise et ainsi de renforcer la confiance de ses différents acteurs (Weber, 2005, p. 158). Même si le contexte normatif de la RSE est encore en construction²⁵, l'intégration des enjeux environnementaux et sociaux dans le cadre de gestions financières traditionnelles est croissante et multiple. « Les experts s'accordent pour considérer que ces enjeux ont un impact déterminant sur la stabilité et la pérennité économique des entreprises à long terme, il serait donc cohérent qu'ils soient intégrés à la stratégie et dans les plans de rémunération ! »²⁶ explique Matt Christensen, le directeur exécutif d'Eurosif.

Par ailleurs, il s'agirait d'une démarche volontaire des entreprises, également caractéristique du développement actuel de la RSE. En effet, la prise en compte par les entreprises de leur responsabilité sociale se caractérise surtout par des démarches volontaires : les entreprises se dotent de chartes sociales, codes de conduite, codes de déontologie... Il s'agit de « signes de qualités privés » (Blin-Francomme, 2009, p.72) qui se développent en dehors de la contrainte de la loi. La Commission européenne met l'accent sur cette auto-régulation des entreprises en définissant la RSE comme « l'intégration volontaire des préoccupations sociales et écologiques des entreprises à leurs activités commerciales et leurs relations avec les parties prenantes »²⁷. Ces initiatives privées, constitutives d'un droit souple (*soft law*), se rencontrent dans des domaines variés, les valeurs consacrées sont diverses, tout comme le sont la forme de ces engagements et les formules employées (Pereira, 2009, p. 30). L'introduction d'un dispositif de *say on pay* dans le Code de gouvernement d'entreprise élaboré par l'AFEP et le MEDEF permettrait ainsi aux entreprises de formaliser et de consolider une démarche responsable en matière de rémunération des dirigeants. Cette approche pourrait conduire à mettre en place un système de rémunération lié à des performances économiques, sociales et environnementales ainsi qu'à des performances financières. Si un tel dispositif était institué, il serait nécessaire qu'il laisse une marge de

²³ Rapport Proxinvest, op. cit.

²⁴ [Http://www.proxinvest.com/index.php/fr/news/read/164.html](http://www.proxinvest.com/index.php/fr/news/read/164.html).

²⁵ Il est d'ailleurs difficile de mesurer « l'intégration de la RSE à la ligne opérationnelle (structure) » et aux « valeurs et principes d'action de l'entreprise (culture) » puisqu'il n'existe pas de « référentiel univoque et universellement accepté » (Arbouche, 2010, p. 87 et 88).

²⁶ Supra note de bas de page 7.

²⁷ Livre vert, juillet 2001.

manœuvre importante aux entreprises sur les modalités d'organisation de ce contrôle. Il est en effet préférable de privilégier une approche « micro-juridique » de la réglementation (Salin et Laine, 2003). Les actionnaires de chaque entreprise devraient pouvoir déterminer le niveau d'information et de contrôle qu'ils souhaitent instituer sur la question de la rémunération des dirigeants. Ce niveau d'information et de contrôle serait ainsi établi au cas par cas et susceptible d'être modifié dans le temps afin qu'il s'adapte aux évolutions sociales ou économiques. En ce qui concerne les actionnaires minoritaires, ceux-ci ne peuvent pas en principe, du fait de leurs droits de vote minoritaires, imposer le niveau de contrôle qu'ils souhaitent et ensuite sanctionner une pratique de rémunération qu'ils estiment non-conforme à leurs intérêts. Ils disposent toutefois de l'outil classique de l'abus de majorité qui permet de sanctionner des décisions des actionnaires majoritaires prises abusivement.

Conclusion

En définitive, il apparaît fondé que la France, et de façon plus large l'Union européenne, engage un débat sur la question du *say on pay*. Les enjeux sont fondamentaux puisque comme l'exprime la Commission européenne « les revenus, les retraites et les placements de millions d'Européens sont étroitement dépendants du caractère sain et responsable des pratiques et du mode de gouvernance des sociétés cotées dans lesquelles ils ont investi » (Commission européenne, COM (2003) 284, p. 3). Il semble toutefois que le choix de recourir à des recommandations et non à une loi soit plus adapté en ce domaine. Comme le note, Fabiani, « ce ne serait pas anormal dans la mesure où cette mesure est considérée comme le seul moyen de contrôler, au sens anglais du terme. Mais je trouve dommage qu'il faille tout réglementer. La bonne pratique devrait nous permettre de nous en passer ». ²⁸ C'est ce que souhaite le Conseil de l'Union européenne en matière économique et financière qui indique qu'il faut « encourager les bonnes pratiques et l'autorégulation pour la fixation des rémunérations qui relèvent de la responsabilité des administrateurs et des actionnaires. » (De La Garanderie, 2008, 2584).

L'adoption par les entreprises du *say on pay* pourrait ainsi permettre d'aboutir à des pratiques responsables adaptées à leurs situations concrètes et capables d'évoluer en fonction de leurs besoins. Le *say on pay* s'inscrit dans le cadre d'une politique de rémunération qui motive et fidélise des salariés par sa transparence et la perception d'équité. La transparence réduirait les excès de rémunération et éviterait toute interprétation subjective de non-équité. Ce caractère volontaire de la prise en compte par les entreprises de leur responsabilité sociale à l'égard de la rémunération des dirigeants ne signifie pas que les États doivent se désintéresser de cette question. Selon Desbarats (2008), « l'analyse du droit – spécialement français – montre que la responsabilité sociétale s'exerce aujourd'hui dans un cadre juridique dont l'élaboration n'est vraisemblablement pas achevée » (p. 68). Cette analyse semble également juste s'agissant du droit communautaire puisque le Parlement européen dans sa résolution portant sur le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées et les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers souligne le fait que « plusieurs études scientifiques, tout comme la pratique, ont démontré le peu d'effet de recommandations non contraignantes en matière de politiques de rémunération, d'où la nécessité de mettre en place un instrument plus robuste garantissant le respect des principes énoncés » (2011/C 351 E/08).

Le *say on pay* semble présenter toutes ces qualités puisque tel le roseau c'est un instrument souple (les sociétés gardent la maîtrise de la rémunération de leurs dirigeants) mais « robuste » (il donne un réel pouvoir de contrôle aux actionnaires).

« Roseau – paille inerte

²⁸ Président du comité des nominations, des rémunérations et de la gouvernance de Vallourec et responsable du nouveau club des présidents de comité de rémunération à l'Institut français des administrateurs (IFA), Les Echos 17/01/2012.

Bibliographie

- Adams J. S. (1963), "Towards an Understanding of Inequity", *Journal of Abnormal and Social Psychology*, n°67, November, p. 422-436.
- AFEP, MEDEF (2010), "2^{ème} Rapport annuel de l'AFEP et du MEDEF sur l'application du Code AFEP-MEDEF pour l'exercice 2009", novembre, consultable au lien suivant : http://www.ecgi.org/codes/documents/Second_report_afep_medef_code_nov2010_fr.pdf.
- Agrawal A., Mandelker G. N. (1992), "Shark Repellents and the Role of Institutional Investors in Corporate Governance", *Managerial and Decision Economics* 13, n° 1, January/February, p.15-22.
- AMF (2009), "Rapport de l'AMF sur les rémunérations des dirigeants de sociétés cotées et sur la mise en œuvre des recommandations AFEP/MEDEF", 9 juillet, consultable au lien suivant : http://www.amf-france.org/documents/general/9021_1.pdf.
- Arbouche M. (2010), "La mesure et la responsabilité sociale et sociétale", *Humanisme et Entreprise*, n° 297, p. 81-88.
- Bio-Paquerot G., Hasnaoui A., Avril P. O. (2010), "Systèmes d'information financiers et parties prenantes : une approche orientée Responsabilité sociale des Entreprises", *Revue du financier*, n° 184, p. 22-29.
- Blin-Franchomme M. P. (2009), "De quelques éléments de régulation des démarches volontaires en matière de RSE...", *Revue Lamy droit des affaires*, n° 40, p. 71-74.
- Charlery P. (2001), "Activisme des actionnaires : le cas particulier des fonds de pension", *Bulletin COB (Commission des opérations de bourse)*, n° 354.
- Charreaux G. (1997), "Vers une théorie du gouvernement des entreprises", dans G. Charreaux. (dir.), *Le gouvernement des entreprises - Corporate Governance : théorie et faits*, Economica.
- De La Garanderie D. (2008), "Le contrôle des « parachutes dorés »", *Dalloz, Entretien*, 2584.
- Desbarats I. (2008), "Regard sur un instrument majeur de la gouvernance d'entreprise : quid de la nature juridique des codes éthiques ? ", *Revue Lamy droit des affaires*, n° 32, p. 68 et 69.
- Faussurier A. (2009), "Rémunération des dirigeants : vers une moralisation des pratiques ? ", *Revue Lamy Droit des Affaires*, n° 41, p. 10-15.
- Ferri F., Maber D. (2010), "Say on pay vote and CEO compensation : evidence from the UK", October, *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- Frison-Roche M. A. (2001), *Le droit de la régulation*, Dalloz.
- Gond J. P., Mercier S. (2006), "Les théories des parties prenantes : une synthèse critique de la littérature", dans J. ALLOUCHE (cord.), *Encyclopédie des ressources humaines*, 2^{ème} éd., Vuibert.
- Guilshan D. (2009), "Say on pay: lessons from the UK Experience", *Railpen Investments and PIRC(Pensions Investment Research Consultants)*, September 2009.
- Hayek F. (1973), *Law, Legislation, ans liberty*, Routledge and Kegan Paul, Traduction Raoul Audouin (1980), *Droit, législation et liberté*, PUF.
- Hugessen Consulting (2008), " "Say on Pay" gains traction dans Canada", Hugessen Consulting Inc.
- Husson-Traore A. C. (2009), "Rémunération des dirigeants : échec de l'autodiscipline", consultable au lien suivant : www.novethic.fr.
- Jensen M., Meckling W. (1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure", *Journal of Financial Economics* 3, n° 4, p.305-360.

²⁹ <http://shelterfromthestorm.over-blog.fr/article-roseau-haiku-45337131.html>

- Lichtenberg F. R., Pushner G. (1994), "Ownership Structure and Performance dans Japan", *Japan and the World Economy* 6, n° 3, p.239-261.
- Magnan M., Mangel C. (2009), "Is Say on Pay an effective governance tool ? Analysis and Recommendations", The institute for the governance of public and private organization, consultable au lien suivant : www.igopp.org
- OCDE (1999), *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publications.
- ORSE (Observatoire sur la Responsabilité Sociale des Entreprise) (2011), "L'engagement en France et à l'étranger : exercice du droit de vote et dialogue : Montée en puissance des critères extras financiers", Etude documentaire.
- Parachkevova I. (2010), "La rémunération des dirigeants des sociétés cotées : de la morale à la réforme", *Revue Internationale de Droit Economique* 24, n° 2, p. 241-258.
- Perchet C., Sibille J. (2010), "Le say on pay de plus en plus populaire", consultable au lien suivant : www.magazine-decideurs.com, février.
- Pereira B. (2009), "Chartes et codes de conduite : le paradoxe éthique", *Revue Management et avenir*, n° 21, p. 30.
- Peretti J. M. (2001), Ressources humaines, Vuibert.
- Peretti J. M. (2004), Les clés de l'équité dans l'entreprise, Éditions d'Organisation.
- Plihon D. (2003), Le nouveau capitalisme, La Découverte.
- Post J. E., Preston L. E., Sachs S. (2002), "Managing the Extended Enterprise : the New Stakeholder View", *California Management Review*, vol. 45, n° 1, fall, p. 6-28.
- Proxinvest (2010), "La rémunération des dirigeants des sociétés cotées du SBF 250", décembre.
- Rome F. (2008), "Dirigeants d'entreprise : moins dure sera la chute...", *Dalloz*, n° 37, p. 2585.
- Salin P., Laine M. (2003), "Le mythe de la transparence imposée", *JCP E*, 6-13 novembre, n° 45-46.
- Smith A. (1776), *Enquête sur la nature et les causes de la Richesse des nations*, traduction Garnier, Tome II, Livre V, chapitre I.
- Stapledon G. P. (1996), *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford University Press.
- Tchotourian I. (2010 A), "Eclairage. Gouvernance d'entreprise et rémunération à l'aune de la nouvelle régulation financière américaine", *Bulletin Joly Bourse*, n° 5, p. 376.
- Tchotourian I. (2010 B), "La Belgique renforce ses règles en matière de corporate governance : Regard d'un juriste français sur la réforme récente du Code des sociétés", avril, CDACI (Centre de droit des affaires et du commerce international).
- Tchotourian I. (2009), "Eclairage. H. R. 3269 : la réaction des parlementaires américains en matière de rémunération des dirigeants", *Bulletin Joly Sociétés*, n° 11, p. 950.
- Weber J. (2005), "Does it Take an Economic Village to Raise an Ethical Company ?", *Academy of Management Executive* 19, n° 2, p. 158-159.