



# Rémunération, risque et performance de long terme : quels liens ?

Michel ALBOUY, Ph.D.  
Professeur de finance

# CEO Pay: a controversial issue

*“In judging whether Corporate America is serious about reforming itself, **CEO pay remains the acid test**. To date, the results aren’t encouraging”,*

**Warren Buffet**, *Letter to Shareholders of Berkshire Hathaway Inc.*, February 2004.

# CEO Pay: a controversial issue

- La gouvernance des grandes entreprises cotées et sa transparence? L'influence des CEO sur leur Board ?
- Le système d'incitation pour mieux gérer ?
- Mais pour qui mieux gérer ? Les actionnaires et/ou les autres parties prenantes ?
- *Quid* si les performances s'expliquent davantage par des facteurs externes au management ?
- *Quid* de la dimension sociétale, voire éthique de la rémunération des dirigeants des grandes sociétés ?
- Et bien d'autres questions...

# Un thème médiatisé

- Des niveaux de rémunération jugés “choquants”
- Certaines composantes de rémunération contestables : retraites “chapeau”, “golden parachutes”, stock-options.
- Des affaires fortement médiatisées :
  - 1999 : ELF/ Jaffré
  - 2002 : VIVENDI/ Messier
  - 2002 : VINCI/ Zacharias
  - 2006 : EADS/ Forgeard
  - 2008 : ALCATEL/ Tchuruk-Russo

# Rémunération des dirigeants

- Rémunération totale
  - Fixe, variable, exceptionnelle, avantages en nature, jetons de présence
- Rémunération globale
  - Rémunération totale + actions gratuites et stock-options
- Rémunérations différées
  - Retraites, indemnités de départ et de non concurrence

# Rémunération des dirigeants

Etude ATH sur 149 sociétés Eurolist hors **CAC 40** et banques, soit 375 dirigeants, année 2008

Compartiment (nbr dirigeants)	Totale (K€)	Globale (K€)	Ecart en %
A (108)	975	1 349	+ 38 %
B (139)	386	455	+ 18 %
C (128)	227	251	+ 11 %

Rémunérations moyennes (2008)

# Rémunération des dirigeants

Etude ATH sur 163 sociétés Eurolist hors CAC 40 et banques, soit 393 dirigeants, année 2011

Compartiment (nbr dirigeants)	Totale (K€)	Globale (K€)	Ecart en %
A (108)	800	1 210	+ 51 %
B (139)	403	454	+ 13 %
C (128)	238	248	+ 4 %

Rémunérations moyennes (2011)

# Rémunération des dirigeants

- Des niveaux de rémunération corrélés avec la taille (CA et capitalisation boursière)
- Evolution de 2010 à 2011

Compartiment	Résultat net	Rémunération totale
<b>A</b>	- 37 %	- 9 %
<b>B</b>	- 20 %	- 7 %
<b>C</b>	stable	+ 9 %

Source : ATH, 2012



# Rémunération des dirigeants

Ventilation de la rémunération totale (2011, hors CAC 40)

Rémunération	% composante	% dirigeants
Fixe	61 %	94 %
Variable	33 %	63 %
En nature	2 %	60 %
Exceptionnelle	2 %	8 %
Jetons de présence	2 %	33 %
	100 %	

Source : ATH, rapport 2012

# Rémunération des dirigeants

CAC 40, rémunérations totales versées en 2011

Quartile	Rémunération totale
1	631 K€ - 1 010 K€
2	1 010 K€ - 1 266 K€
3	1 266 K€ - 1 766 K€
4	1 766 K€ - 6 938 K€

Rémunérations pour les membres de directoires et DG délégués du CAC 40

Source : AMF, rapport 2012 sur le Gouvernement d'entreprise et la rémunération

# Rémunération des dirigeants

- La rémunération des dirigeants des sociétés du CAC 40 est très nettement supérieure à celle des sociétés cotées hors CAC 40
- Au sein du CAC 40 il existe une très forte disparité entre le 1er quartile et le 4e : de 631 K€ à 6 938 K€
- Comment expliquer ces montants ? La performance ? La taille ?

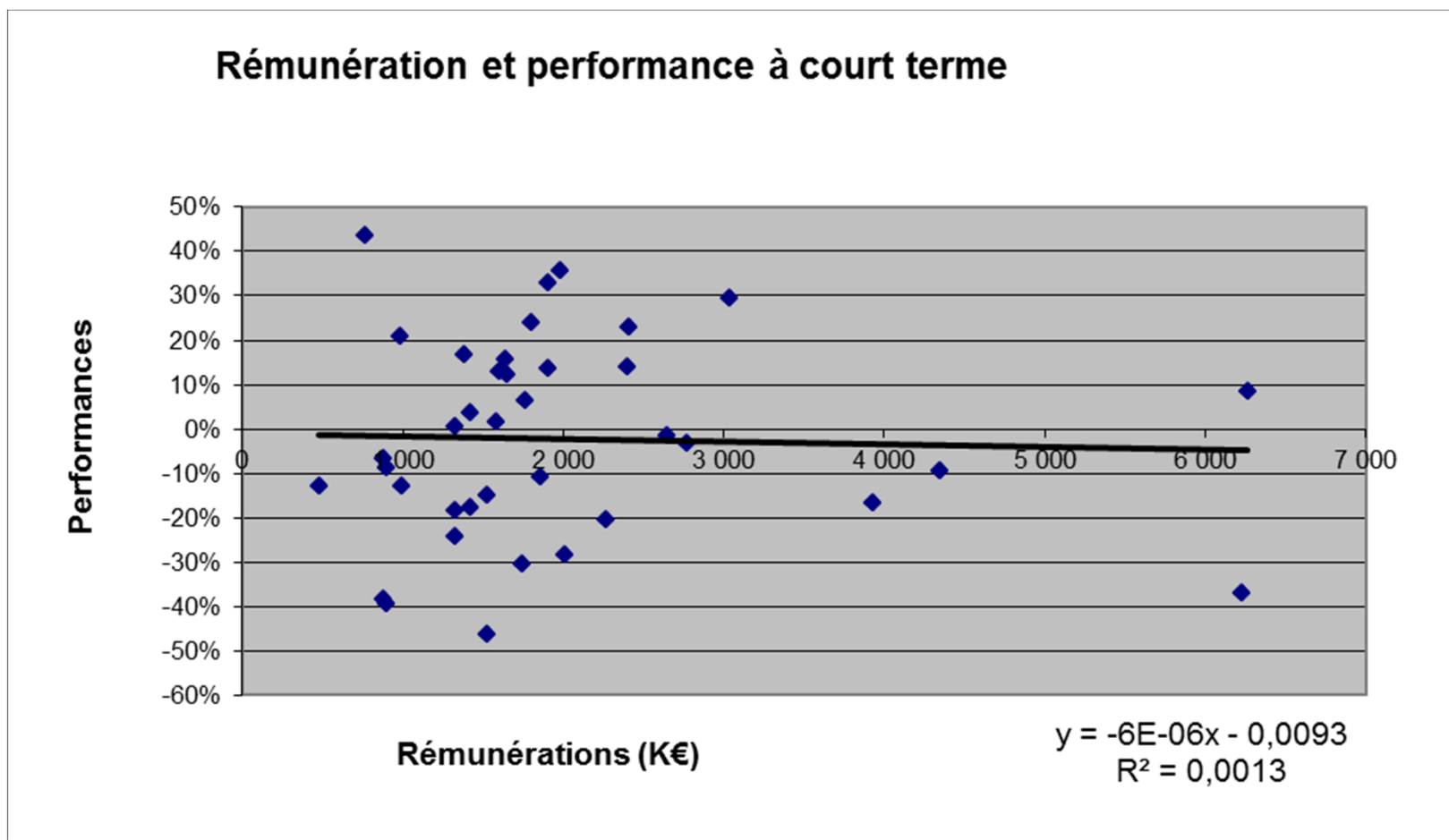
# Rémunération des dirigeants et performance

- Une étude empirique sur les rémunérations du CAC 40 après l'explosion de la bulle Internet (Albouy, 2004)
  - sur la période 01/2001-06/2003
  - et sur 5 années (1998-2003)
- Des rémunérations totales non expliquées par les performances
  - Pas de relation entre le niveau (et leurs variations) des rémunérations et la performance boursière
  - Des rémunérations expliquées surtout par la taille de l'entreprise (capitalisation et CA)

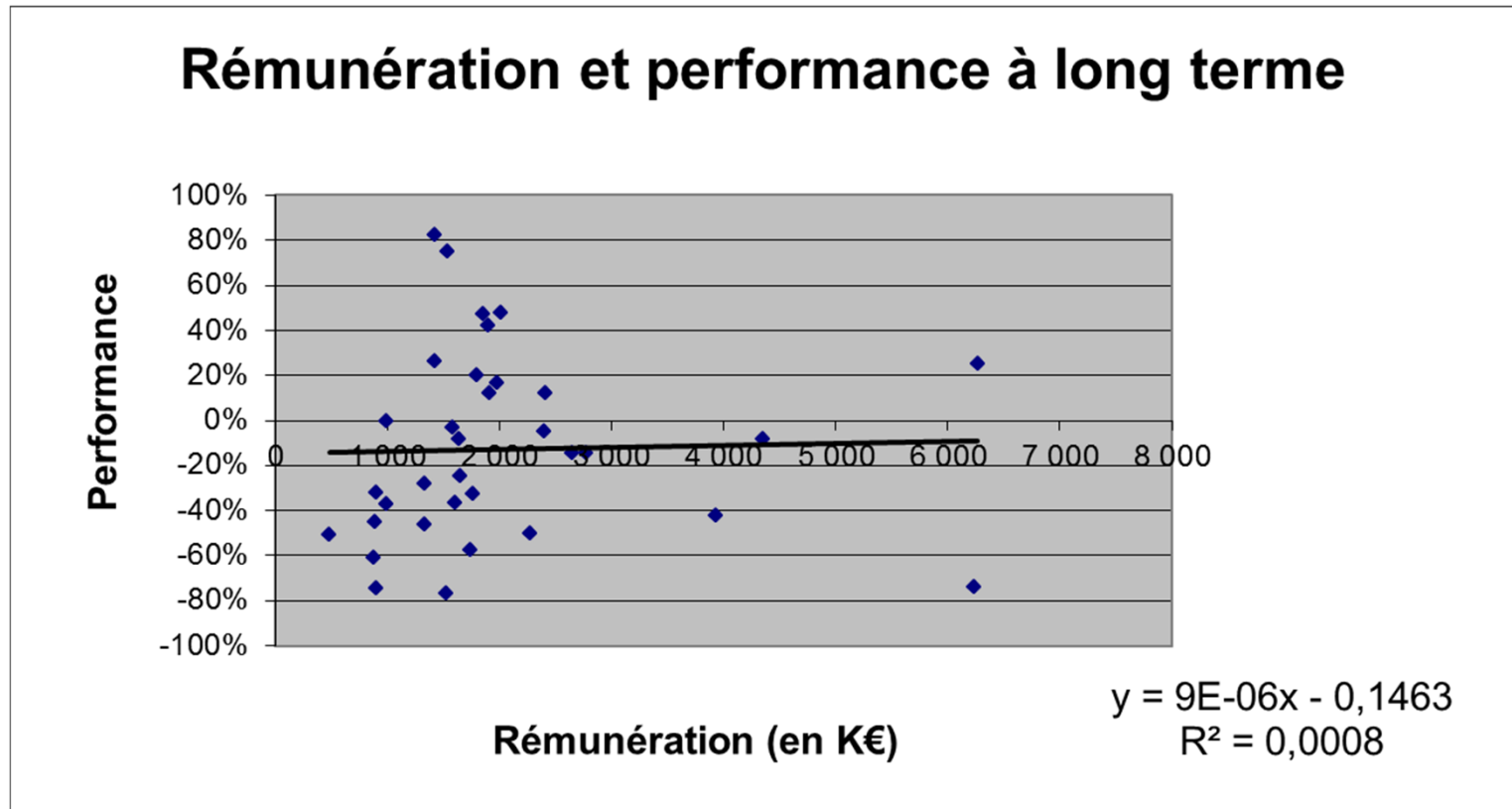
# Rémunération des dirigeants et performance

	Montant (K€)	Variation à CT	Capital (M€)	CA (en M€)	Perf à CT	Perf à LT 5 ans
<b>Moyenne</b>	1 994	14,5 %	18 343	24 585	- 42,2 %	- 1,9 %
<b>Ecart-type</b>	1 279	37,6 %	17 400	22 038	22,3 %	82,7 %

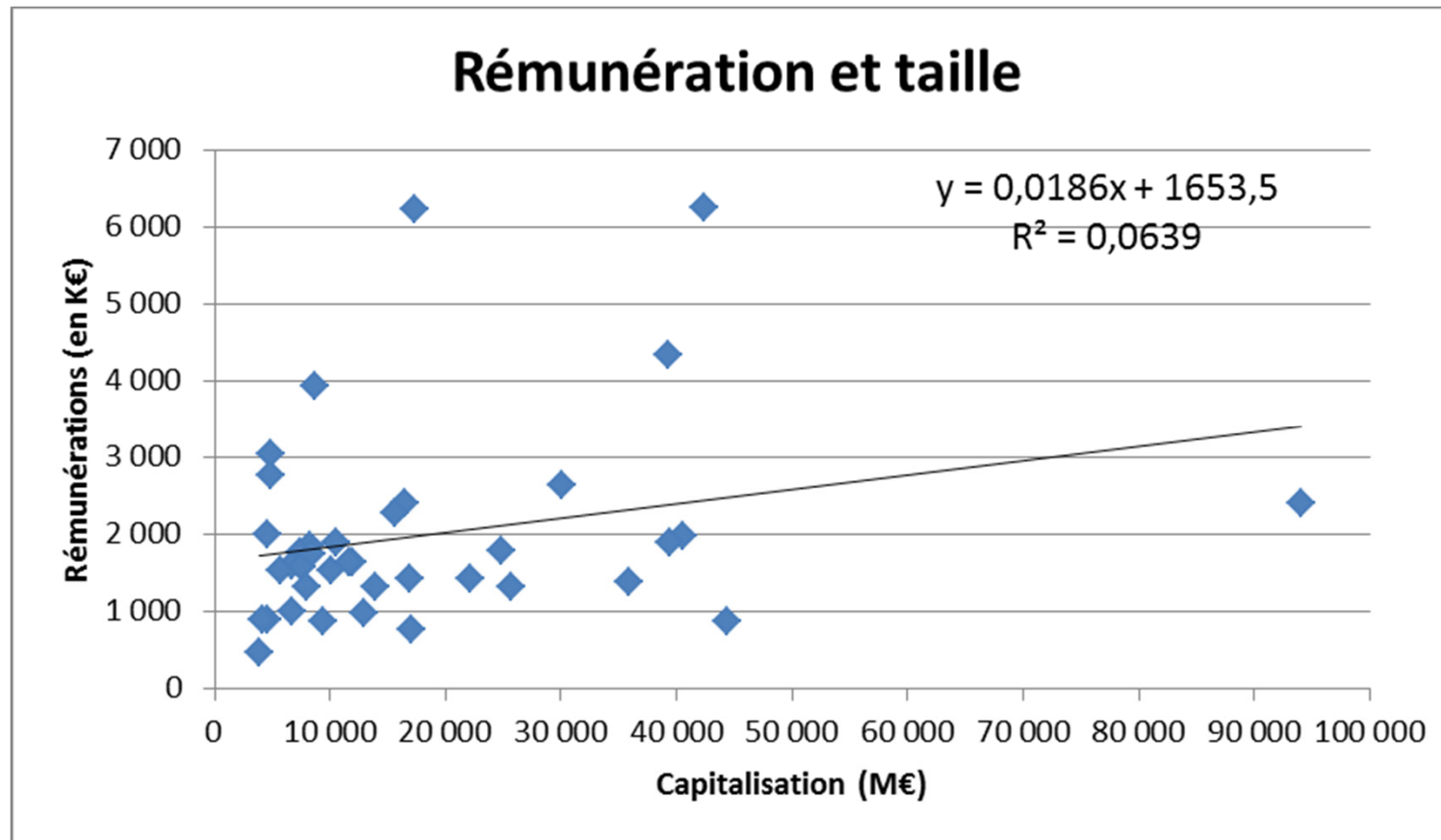
# Rémunération des dirigeants et performance



# Rémunération des dirigeants et performance



# Rémunération des dirigeants et taille (capitalisation)





# It's Not How Much You Pay, But How

Pour Jensen et Murphy (1990), la vraie question n'est pas le montant mais le mode de paiement

- Des rémunérations indépendantes de la performance
- Des variations de rémunération qui ne reflètent pas les changements de performance
- Une participation des CEO au capital des entreprises qui décline, donc un intérêt moindre à maximiser la shareholder value

# It's Not How Much You Pay, But How

## Données :

- Rémunérations totales sur 2 505 CEO appartenant à 1 400 sociétés cotées US de 1974 à 1988
- Stock options et actions détenues pour les 430 plus grandes capitalisation en 1988
- Données historiques sur les rémunérations de 700 sociétés cotées de 1934 à 1938

# It's Not How Much You Pay, But How

Principaux résultats (250 plus grandes capitalisations) :

<b>1000 \$ change in Shareholder Wealth</b>	<b>Median</b>
Total change in all pay-related wealth	\$1,29
Change in value of direct stockholdings	\$0,66
<b>Total change in CEO Wealth</b>	<b>\$2,59</b>

# It's Not How Much You Pay, But How

Selon l'étude de Jensen et Murphy : Un dirigeant qui augmente la valeur de son entreprise de \$ 100 millions peut espérer :

- Une augmentation de \$ 129.000 de rémunération globale
- Une augmentation de sa richesse de \$ 259.000, soit moins de 4% de la valeur actuelle de ses revenus futurs

**Conclusion : l'incitation à créer de la valeur pour les actionnaires est faible**

# It's Not How Much You Pay, But How

Recommandations de Jensen :

- Les CEO doivent posséder un montant significatif de capital
- La menace de licenciement des CEO doit être réelle
- Attention à l'impact de la divulgation des rémunérations et leur limitation sur l'incitation des dirigeants...

Oui, mais quid si les performances des entreprises relèvent d'autres facteurs que de l'action du dirigeant ? (*Pay Without Performance*)

# Pay Without Performance

Bebchuk et Fried (2004, 2005)

- Le système de rémunération US a entraîné de graves distorsions:
  - Coûteux pour les investisseurs et l'économie
  - Réduction des incitations pour les managers à créer de la valeur, voire à détruire de la valeur à long terme
- L'indépendance des Boards n'est pas suffisante

# Pay Without Performance

- Des rémunérations principalement non indexées sur la performance
- Des performances principalement dues aux mouvements du marché et non à l'action des CEO
- Des rémunérations pour des performances à court terme *via les stock-options*
- Des indemnités de départ non justifiées

# Compensating CEO for luck

- La performance financière des entreprises ne dépend pas que de l'action des dirigeants mais également de facteurs externes
- “*Luck*” : performance réalisée en dehors des leviers de contrôle des dirigeants (Bertand et Mullainathan, 2001)
- Garvey et Milbourn (2006) utilisent un indice de marché comme proxy pour la part de rémunération qui dépend de la chance
- **Conclusion : la rémunération variable des dirigeants est fortement liée à la chance**



# Améliorer la transparence

- Comptabiliser chaque élément de la rémunération et divulguer les rémunérations annexes
- Valoriser les stock-options accordées
- Révéler la relation entre la performance et la rémunération des dirigeants
- Informer les actionnaires des opérations des dirigeants sur leurs options et sur leurs actions

# Améliorer le système d'incitation

- Réduire l'effet d'aubaine dans la rémunération en actions
- Réduire l'effet d'aubaine dans les primes et bonus
- Limiter l'exercice des stock-options et la vente d'actions à court terme
- Attention à ne pas rémunérer seulement la croissance (notamment par acquisitions)
- Restaurer la neutralité de la politique de dividende
- Eviter des *soft landing* arrangement

# Redonner le pouvoir aux actionnaires...

- L'indépendance du Conseil n'est pas une condition suffisante pour que les dirigeants prennent en compte les attentes des actionnaires
- Redonner le pouvoir aux actionnaires:
  - *Say On Pay*
  - Révocation des dirigeants
  - Faciliter l'action des *Proxy Fights*
  - Les actionnaires devraient avoir le pouvoir d'initier et de modifier la chartre de la gouvernance des entreprises

# Et prendre en compte la dimension sociétale

Pourquoi les actionnaires ne sont pas les seuls concernés ?

- L'actionnaire de la grande entreprise n'est plus le seul créancier résiduel
- La taille et l'impact sociétal des grandes entreprises modifient la problématique du package de la rémunération des dirigeants
- Quid d'articuler la rémunération des dirigeants sur des critères de RSE ?

# Références

## Articles de revues

- Albouy M., “Rémunération des dirigeants et performances boursières”, *Analyse Financière*, n° 10, Janvier 2004.
- Albouy M., “La rémunération des dirigeants ne concerne pas que les actionnaires : un regard Français et Européen”, *Revue Française de Gouvernance d’Entreprise*, n° 11, 2012.
- Bertrand M., Mullainathan S., « Are CEOs rewarded for Luck? The Ones without Principals Are », *Quarterly Journal of Economics*, 2001.
- Bebchuk L., Fried J., *Pay Without Performance: The Unfilled Promise of Executives Compensation*, Harvard University Press, 2004.
- Bebchuk L., Fried J., “Pay Without Performance: Overview of the Issues”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n° 4, Fall 2005.
- Desbrières P., "La rémunération des dirigeants sous forme d'actions et de stock-options", In : *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, Editions Montchrestien, 2000
- Garvey G., Milbourn T., « Asymetric Benchmarking in Compensation: Executives Are Rewarded for Good Luck but not Penalized for Bad », *Journal of Financial Economics*, 2006.

# Références

- Jensen M., Murphy K., "CEO Incentives – It's Not How Much You Pay, But How", *Harvard Business Review*, May-June 1990.
- Sire B., Tremblay M., "Perspectives sur les rémunérations des dirigeants en France", *Revue Française de Gestion*, n° 111, Novembre-Décembre 1996.

## Rapports

- Rapport annuel de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des sociétés cotées : [http://www.amf-france.org/documents/general/10608\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/10608_1.pdf)
- Rapport annuel ATH sur les rémunérations des dirigeants : <http://www.observatoireath.com/ath-observatoire/cms/143/zoom-sur-la-remuneration-de-400-dirigeants-de-societes-cotees-ed-2012.dhtml>
- Rapport 2011 de l'OCDE : <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/49081438.pdf>