

## VULGARISATIONS



**BERNARD SINGLAIR-DESGAGNÉ**

### **LA RÉMUNÉRATION DES CADRES, DES *TRADERS* ET DES DIRIGEANTS D'ENTREPRISE DANS LA MIRE DES RÉGULATEURS**

---

La dernière décennie aura commencé sur des scandales financiers spectaculaires et se sera terminée par la pire débâcle boursière depuis celle de 1929, qui avait entraîné la Grande Dépression. Vue – à tort ou à raison – comme l'une des principales causes de ces déboires, la rémunération des cadres, traders et dirigeants d'entreprise est donc plus que jamais dans la mire des gouvernements. Il s'agit, dit-on, d'en contrôler les « excès », ainsi que les « incitations perverses » qui en découlent et qui encouragent ses bénéficiaires à prendre des risques inconsidérés (voire parfois illégaux) au détriment des actionnaires, des clients et de la société en général.

Le 21 juin 2010, le Président Barack Obama signait le Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, ou loi Dodd-Frank, dont plusieurs clauses visent précisément à encadrer la manière dont les entreprises discutent et déterminent la rémunération de leurs employés les mieux payés (cf. Equilar 2010; Murphy 2012). La plupart de ces mesures devaient entrer en vigueur en 2011-2012. Les États-Unis restant la première économie du monde, ces mesures auront sans doute un impact mondial, et des variantes seront sûrement adoptées dans plusieurs pays.

La loi Dodd-Frank (DFA) renforce et applique à toutes les industries (non seulement au secteur financier) plusieurs dispositions de la loi Sarbanes-Oxley, promulguée le 31 juillet 2002 à la suite des faillites frauduleuses des Enron, WorldCom, Adelphia et autres entreprises phares du paysage financier américain. Avec ses 2 300 pages, il constitue le texte réglementaire le plus important depuis les années 30. En ces temps de crise, où Wall Street et ses banquiers n'ont pas particulièrement la cote, sa légitimité ne semble faire aucun doute. Le point de vue des chercheurs est cependant plus nuancé.

En matière de rémunération, le DFA régit désormais certaines pratiques dont la mise en vigueur était auparavant laissée à la discrétion des conseils d'administration. Trois théories de la gouvernance s'affrontent ici. La première, dite du « pouvoir managérial » (Bebchuck et Fried 2003),

affirme que les conseils d'administration sont notoirement manipulés par les cadres supérieurs (dont le PDG) qui y siègent; les tenants de cette théorie sont donc plutôt favorables à ce que l'État vienne prêter main-forte aux autres parties prenantes de l'entreprise. En revanche, la théorie des « contrats efficaces » (cf. Edmans et Gabaix 2009) soutient que la pression des marchés impose déjà une discipline de laquelle un conseil d'administration ne saurait dévier systématiquement sans être sanctionné. Ses partisans allèguent, chiffres à l'appui (Kaplan 2012), que le taux de roulement accru des hauts dirigeants ces dernières années ainsi que le simple maintien dans le temps de leur position relative dans la distribution des revenus ne corroborent pas la thèse du pouvoir managérial. Pour eux, la complexité et l'interventionnisme du DFA le rendent coûteux autant qu'inefficace. Le déclin constant depuis dix ans des compagnies cotées en bourse (The Economist, 19 mai 2012) semble leur donner raison, d'autant plus qu'une troisième théorie – celle des « politiques réglementaires » (Murphy 2011) – montre bien que les résultats concrets de ce type de réglementation ont souvent été à l'opposé de ce que souhaitaient les législateurs.

On peut néanmoins démontrer que plusieurs prescriptions du DFA auraient en fait dû se retrouver dans des contrats efficaces. C'est le cas par exemple des politiques de recouvrement, ou « clawback policies » (cf. Equilar 2012), mesures prévoyant le retour de la totalité ou d'une partie des bonis promis advenant une révision des états financiers. Cette règle empêcherait finalement les incitations courantes à la performance à court terme de faire oublier aux gestionnaires les intérêts à long terme de l'entreprise (Sinclair-Desgagné 1999). Par ailleurs, l'obligation de soumettre la rémunération du PDG à l'approbation des actionnaires, ou « Say-on-Pay », et de divulguer les couvertures (hedging) prises par les hauts dirigeants à l'égard d'une baisse des cours boursiers ainsi que les gains du PDG par rapport au gain médian d'un salarié, correspond aux contrats proposés par un conseil d'administration qui serait « prudent » (Sinclair-Desgagné et Spaeter 2012) – c'est-à-dire défavorable à la volatilité lorsque les choses vont moins bien et que la crise plane (ou « downside risk averse »; cf. Eeckhoudt et Schlesinger 2006) – conformément à ses devoirs fiduciaires (Lan et Heracleous 2010). Une telle entente viendrait freiner l'envol des revenus, source majeure du mécontentement des citoyens, et ferait assumer aux dirigeants-gestionnaires une plus grande partie des succès de l'entreprise (en termes techniques, elle « concavifierait » la rémunération). Une approche directe et coercitive est-elle meilleure que celle donnant plus de pouvoir aux conseils d'administration en les rappelant (surtout) à leurs devoirs de fiduciaires ? Cela reste à prouver.

## Références

Bebchuk, L.A. et J.M. Fried (2003). « Executive Compensation as an Agency Problem », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, p. 71-92.

Eeckhoudt, L. et H. Schlesinger (2006). « Putting Risk in its Proper Place », *American Economic Review*, vol. 96, p. 280-289.

Edmans, A. et X. Gabaix (2009). « Is CEO Pay Really Inefficient? A Survey of New Optimal Contracting Theories », *European Financial Management*, vol. 15, no 3, p. 486-496.

Equilar (2010). « Dodd-Frank Financial Reform Act: Preparing for 2011 », Equilar Inc., une entreprise de données sur les salaires des hauts dirigeants. [www.equilar.com](http://www.equilar.com)

Equilar (2012). « Clawback Policy Report », Equilar Inc., une entreprise de données sur les salaires des hauts dirigeants. [www.equilar.com](http://www.equilar.com)

Kaplan, S.N. (2012). « Executive Compensation and Corporate Governance in the U.S.: Perceptions, Facts and Challenges », *Chicago Booth Paper* no 12-42.

Lan, L.L. et L. Heracleous (2010). « Rethinking Agency Theory: The View from Law », *Academy of Management Review*, vol. 35, p. 294-314.

Murphy, K. J. (2011). « The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation », à paraître dans *The Research Handbook on Executive Pay* (J. Hill et R. Thomas, éditeurs), Edward Elgar Publishers.

Murphy, K. (2012). « Pay, Politics and the Financial Crisis », à paraître dans *Economic Lessons from the Financial Crisis* (A. Blinder, A. Lo et R. Solow, éditeurs), Russell Sage Foundation.

Murphy, K. J. et M. C. Jensen (2011). « CEO Bonus Plans: And How to Fix Them », Harvard Business School Working Paper no 12-022.

Sinclair-Desgagné, B. (1999). « How to Restore Higher-Powered Incentives in Multitask Agencies », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 15, no 2, p. 418-433.

Sinclair-Desgagné, B. et S. Spaeter (2012). « The Prudent Principal », polycopié, HEC Montréal.