

# Votre patron est-il trop payé ?

LE MONDE ECONOMIE | 04.05.2015 à 12h13 • Mis à jour le 04.05.2015 à 18h21 |

Par Valérie Segond



Francois-Henri Pinault, PDG de Kering, lors de l'assemblée générale des actionnaires.

PASCAL SITTLER/REA

Salaire de base, bonus annuel, bonus exceptionnel, bonus pluriannuel, stock-options, actions gratuites, actions fantômes, prime d'arrivée, prime de présence, indemnités de départ, clause de non-concurrence, avantages en nature, sans oublier les fameuses retraites surcomplémentaires... A décortiquer les « *packages de rémunération* » des dirigeants des grandes entreprises, on ne peut qu'avoir le tournis. Dans ce contexte, il est souvent plus facile d'invoquer des montants qui frappent l'imagination que de rentrer dans les détails.

Comme les 14 millions d'euros attribués en 2014 au PDG de Renault et de Nissan : un chiffre qui repose en grande partie sur une valeur estimée des actions attribuées à Carlos Ghosn, et qui a peu de chances de correspondre à la somme qu'il touchera in fine. Si la Bourse continue à monter, elle pourrait en effet être très supérieure. « *Les premiers rapports annuels révèlent que, après quatre années de tassement, 2014 est l'année du rebond des rémunérations des dirigeants* », résume Loïc Dessaint, directeur général de Proxinvest. « *La hausse a bien redémarré* », confirme Cédric Lavérie, chargé de la gouvernance chez Amundi.

Si c'est plutôt le signe que l'économie s'améliore, cela n'empêche pas les interrogations devant la valse des millions. Qu'est-ce que ces sommes rémunèrent ? Le talent du dirigeant ? La taille de l'entreprise et son secteur d'activité ? La chance d'un patron qui bénéficie d'une conjoncture favorable et de la flambée des marchés ? La bienveillance d'un conseil d'administration peu regardant ? En un mot, ces patrons méritent-ils leurs salaires ? C'est pour répondre à cette question que, sur la pression du gouvernement, l'Association française des entreprises privées (AFEP) et le Medef ont modifié en 2013 leur code de conduite créé en 2003, et introduit, comme d'autres pays, un vote consultatif sur les bonus en assemblée générale des actionnaires, le fameux *Say on pay*.

« APRÈS QUELQUES ANNÉES DE TASSEMENT, 2014 EST L'ANNÉE DU REBOND DES RÉMUNÉRATIONS DES DIRIGEANTS » (LOÏC DESSAINT, DIRECTEUR GÉNÉRAL DE PROXINVEST)

« Depuis trente ans, la structure des rémunérations a changé radicalement, explique Jean-Claude Sobel, fondateur de la société de conseil en rémunération, Essere Associés. Alors que salaire fixe et avantages contractuels représentaient l'essentiel des packages des dirigeants, et que le variable

\_\_\_\_\_ était peu développé, aujourd'hui c'est l'inverse. » Les investisseurs ont en effet poussé les conseils d'administration à plus aligner les rémunérations sur la performance boursière de l'entreprise.

Aujourd'hui, selon Proxinvest, le fixe représente un quart du total, le bonus annuel un petit tiers, les actions un gros tiers, le solde étant fait d'avantages en nature. Ce changement s'est longtemps traduit par une hausse mécanique des plus hautes rémunérations qui suivaient les Bourses. Entre 2006 et 2013, ces dernières ont été nettement moins dynamiques et les rémunérations du CAC 40 ont eu tendance à se tasser. « Ces rémunérations en stock-options ou en actions s'apparentent à des billets de loterie dont la valeur peut être très faible si les actions baissent », résume l'économiste Augustin Landier, professeur à l'Ecole d'économie de Toulouse.

« Ce que l'on veut savoir désormais, c'est si ces montants attribués aux dirigeants rémunèrent véritablement leurs performances », explique M. Lavérie. Une exigence partagée cette année par tous les investisseurs : « En 2014, les investisseurs avaient voté sur la transparence. Cette année, c'est le lien entre rémunération et performance du dirigeant qui sera l'objet de toute leur attention », confirme Hélène Solignac, expert conseil en gouvernance auprès de Sodali.

Car personne ne conteste qu'un bon patron est quelqu'un qui peut changer le destin d'une société, et que cela se paye : pour qu'il renonce aux rémunérations différées de sa position précédente, qu'il accepte de venir dans une situation difficile et qu'il résiste aux propositions des concurrents.

**Lire aussi : [L'équité salariale, la nouvelle bataille des assemblées générales](#) ([/economie/article/2015/05/04/l-equite-salariale-la-nouvelle-bataille-des-assemblees-generales\\_4627030\\_3234.html](#))**

Quand Carlos Tavares reçoit 2,7 millions d'euros en 2014, dont 1,6 million de bonus pour avoir redressé la trésorerie disponible de PSA, en très mauvaise posture à son arrivée à la présidence du directoire en mars 2014, personne ne s'en offusque. Lorsqu'il se voit attribuer en février 130 000 actions gratuites pour une valeur alors de plus de 1,7 million (2,2 millions aujourd'hui), alors que PSA avait renoncé à cette pratique depuis 2008, on y lit le retour à la confiance du conseil d'administration. Les marchés et l'opinion publique considèrent ici que c'est bien le talent de M. Tavarès que PSA rémunère, même s'il a eu la chance d'arriver au bon moment, celui du retournement du marché automobile en Europe.

Le lien entre rémunération et performance n'est pas toujours aussi évident. D'abord parce qu'il n'est pas toujours lisible, malgré les progrès de la transparence depuis dix ans. « La plupart des groupes donnent la nature des objectifs fixés au dirigeant par le conseil mais pas toujours leur pondération dans le calcul global de la rémunération variable », explique Catherine Salmon, chargée de la gouvernance des groupes français au sein de la société de recommandation de vote ISS. *Ils ne précisent pas non plus toujours le niveau à atteindre, ni les seuils de versement, y compris pour les rémunérations variables à long terme. D'où l'importance de l'information pour apprécier le niveau d'exigence requis par le conseil. »*

« Rares sont les conseils qui expliquent la cohérence de leur politique de rémunération, et son lien avec la stratégie de l'entreprise », dit M. Sobel. En ont-ils seulement une vision ? « Les comités de rémunération abordent les packages par petits bouts, selon les changements de fiscalité », confie une consultante en rémunération. *On a le sentiment qu'ils sont dépassés par la technicité du sujet sans en comprendre la logique. »* « Quand on compare le niveau ou l'évolution de la rémunération au taux de rendement pour l'actionnaire sur les sociétés du SBF 120 [Société des Bourses françaises, indice boursier de Paris], dit M. Dessaint, on constate qu'il n'y a pas de corrélation. »

Chez Pernod Ricard, L'Oréal ou Renault, les investisseurs ont découvert que

les exigences adressées aux dirigeants sont beaucoup moins strictes que ce à quoi ils s'attendaient. Certains conseils d'administration se révèlent même fort peu exigeants. Ainsi, en 2014, François-Henri Pinault a reçu 5,4 millions d'euros, dont un bonus annuel de 1,56 million, en hausse de 26 % alors que le résultat opérationnel courant, l'un des deux critères retenus, et le résultat net courant de l'ex-PPR ont baissé de près de 5 %. Il a aussi reçu des actions gratuites pour 1,2 million d'euros pour avoir achevé le recentrage du groupe.

**Lire aussi : « Les bons PDG durent, les mauvais sont virés »**

[/leconomie/article/2015/05/04/les-bons-pdg-durent-les-mauvais-sont-vires\\_4627048\\_3234.html](http://leconomie/article/2015/05/04/les-bons-pdg-durent-les-mauvais-sont-vires_4627048_3234.html)

Quant à Xavier Huillard, PDG de Vinci, qui a touché 5,9 millions d'euros, son bonus a bondi de 22 %. Or, le résultat opérationnel (- 0,8 % en 2014) et le résultat net courant du groupe (+ 0,4 %) sont quasiment plats. Les critères quantitatifs étant insuffisants pour justifier une telle hausse, le conseil a invoqué des critères qualitatifs dont « *la performance RSE [responsabilité sociale d'entreprise], laquelle est non renseignée par la société* ». Les attributions définitives d'actions au bout de trois ans sont soumises à des conditions « *pas assez exigeantes* » selon Proxinvest, qui déplore qu'une attribution partielle d'actions soit encore prévue « *alors que Vinci fait moins bien que le CAC 40* ».

Nombre de dirigeants touchent aussi un bonus spécifique pour mettre en œuvre la stratégie du conseil. Patrick Kron a ainsi perçu 150 000 actions Alstom pour avoir vendu les activités énergie d'Alstom à General Electric. « *Est-ce bien normal d'être rémunéré en plus du reste pour la mise en œuvre de la stratégie qui devrait faire partie du contrat de base ?*, s'interroge M. Dessaint. *Si à terme la stratégie fonctionne, ils seront alors rémunérés sur cette création de valeur, rien ne sert d'en rajouter.* »

En 2007, les économistes Augustin Landier et Xavier Gabaix ont démontré que les montants versés aux dirigeants dépendent moins de leur performance individuelle que de la taille de l'entreprise. « *Plus l'entreprise est grande, plus l'impact du dirigeant sera important en termes de création de valeur*, justifie M. Landier. *La valeur du talent a bien été démultipliée par la taille de l'entreprise.* » Mais, précise Marko Terviö, « *ce talent est surrémunéré par rapport à leur productivité marginale* ». Pour l'économiste finlandais, outre la taille, le secteur d'activité et la structure de l'actionariat pèsent aussi. Et ce d'autant que les comités de rémunération pratiquent désormais le *benchmarking*, une comparaison avec un échantillon d'entreprises comparables pour situer leur PDG dans le marché.

Ceci dit, les cas hors norme peuvent cacher des évolutions médianes plus maîtrisées. Selon une étude de Steven Kaplan, professeur à l'université de Chicago, en 2013, l'idée qu'aux Etats Unis, les PDG sont de plus en plus payés, et ce, indépendamment de leurs performances, mérite d'être révisée. Alors qu'en vingt ans, argue-t-il, dans les entreprises américaines cotées au S&P 500, les résultats opérationnels ont doublé et les résultats nets quadruplé, le package médian d'un PDG américain est au même niveau qu'en 2000. Il a même sensiblement décliné par rapport aux revenus des gérants de hedge funds, des grands sportifs ou des artistes stars mondiales.

**QUAND ILS NE SONT PAS À LA HAUTEUR, LES PDG SONT REMERCIÉS BIEN PLUS VITE QU'AVANT**

En 1999, un PDG américain moyen du S&P 500 gagnait deux fois plus qu'un des 25 footballeurs américains les mieux payés. En 2009, il gagnait la moitié. En fait, quand ils ne sont pas à la hauteur, les PDG sont remerciés bien plus vite qu'avant. « *Rapportée au résultat opérationnel, la rémunération moyenne des PDG est au même niveau qu'au milieu des années 1990*, explique M. Kaplan. *Et rapportée à la valeur en Bourse des entreprises, elle est, à quelques exceptions près, au même niveau depuis la fin des années 1970, à savoir de 0,036 %.* »

Une analyse sans doute moins vraie en France, où les rémunérations ont rattrapé une partie de leur retard sur les montants américains. Mais la fiscalité sur les stock-options, puis sur les actions gratuites y a été particulièrement durcie : « *Alors que dans la plupart des pays occidentaux, la fiscalité est neutre s'agissant des salaires et des titres en capital (actions, stock-options...), en*

*France ces derniers sont significativement plus taxés que les salaires »,*  
explique M. Sobel. Voilà pourquoi il conviendrait aussi de réaliser la lecture de  
ces montants après impôts.

**Valérie Segond**

---