

Le curieux problème de la rémunération des dirigeants d'entreprises¹

Jean GATTY
JG Capital Management

Résumé : L'article relève quatre curiosités de l'évolution apparemment incontrôlée des rémunérations des dirigeants d'entreprise : a/ il existe un dispositif bien connu et facile d'emploi pour contrôler ces rémunérations mais il est peu utilisé ; b/ les causes du phénomène paraissent ignorées, et même peu recherchées ; c/ l'organisation actuelle des sociétés à capitaux permanents à responsabilité limitée rend difficile le contrôle de leurs dirigeants ; d/ les réflexions sur la gouvernance d'entreprise paraissent écarter la technique la plus connue de contrôle des grandes organisations, qu'est l'équilibre et la séparation des pouvoirs.

Mots-clés : Dirigeants, rémunérations, sociétés, sociétés de capitaux, séparation des pouvoirs

Warren Buffett dit quelque part qu'il n'a jamais discuté plus de dix minutes de leur rémunération avec les dizaines de dirigeants employés par sa société d'investissement : l'affaire ne doit donc pas être si compliquée que cela.

Les grands industriels, les *success stories* industrielles américaines qui ont créé beaucoup de valeur, Microsoft et Southwest Airlines en tête, et presque tous leurs homologues tout au long du XX^e siècle, etc. ont choisi une solution à peu près identique depuis des décennies : les dirigeants perçoivent

¹ Cette communication approfondit les conclusions de deux articles parus dans *Commentaire* : « Les hautes rémunérations : constats et causes » (2012, n° 139, p. 757-764) et « Les hautes rémunérations : quelques principes » (2013, n° 141, p. 73-80).

[p. 123-130]

Jean GATTY

Arch. phil. droit 56 (2013)

un salaire annuel raisonnable, et ils ont en outre un intéressement proportionné à la valeur créée à long terme, le plus souvent sous la forme d'options.

Les sociétés d'investissement, familiales ou non, américaines ou françaises, font de même.

La solution est toujours à peu près la même : un salaire raisonnable, et une part de la valeur créée à long terme. Avec parfois, quelques exigences, comme l'investissement du patrimoine du dirigeant dans son entreprise.

Et ce qui se pratique depuis la nuit des temps, en affaires, dans tous les contextes où les gens ont partie liée, et sont associés, de fait ou de droit.

Il y a bien quelques scories, comme la prise en compte du coût du capital ou la durée sur laquelle on doit mesurer l'intéressement. Mais ce n'est pas sur ces points techniques qu'il y a débat.

Et pourtant cette solution a priori rationnelle et raisonnable ne s'impose pas – c'est le moins qu'on puisse dire ! – puisque les salaires annuels des dirigeants leur permettent aujourd'hui de faire fortune indépendamment de toute création de valeur.

Voilà la première curiosité du problème de la rémunération des dirigeants d'entreprises : **il a une solution connue et simple, mais le problème demeure.**

D'habitude quand on a la solution d'un problème, on l'emploie, et le problème est réglé.

C'est comme cela que font les malades. C'est comme cela que font les gens qui ont une panne, en voiture ou dans leur maison. C'est comme cela que font les entreprises quand elles ont une difficulté d'approvisionnement, de recrutement, de production, de commercialisation.

On est donc obligé de s'interroger : si on a une solution, et qu'elle ne règle pas le problème, c'est soit que ce n'est pas la solution, soit que le problème est ailleurs, ou mal posé.

D'aucuns diront que l'explication vient de la difficulté d'un problème délicat.

Il s'agirait d'un problème encore non résolu de relations entre un principal et un agent dont il faudrait aligner les intérêts, ainsi que l'ont suggéré il y a un demi-siècle par Jensen et Meckling² qui eux-mêmes faisaient écho à Berle et Means³ qui avaient fait remarquer quelques

2 Jensen, M. C., et Meckling, W. H., "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 1976, 3 (4), p. 305-360.

3 Berle, A. A., et Means, G. C., *The Modern Corporation*, 1933, New York, McMillan.

[p. 123-130]

Jean GATTY

Arch. phil. droit 56 (2013)

décennies auparavant que les dirigeants des grandes entreprises n'étaient plus contrôlés par personne.

Adam Smith⁴ avait d'ailleurs, le premier, exprimé sa méfiance vis-à-vis de nos actuelles sociétés anonymes dont la structure, pensait-il, favorisait la paresse et les excès des dirigeants.

La formalisation des relations principal/agent serait donc une question difficile, notamment pour des choses elles-mêmes aussi complexes que les entreprises, et la mise au point de bons schémas de rémunération par la théorie des contrats demanderait du temps.

Notre ignorance des arcanes de la relation principal/agent sous-jacente au rapport de l'entreprise à ses dirigeants serait ainsi la cause de la persistance de l'évolution incontrôlée de la rémunération des dirigeants d'entreprise, et de leur évolution incontrôlée.

Peut-être.

Mais ce n'est pas sûr.

Car de nombreux métiers, marqués des asymétries d'information ou par une faiblesse du mandant vis-à-vis du mandataire, butent sur le même problème de relation principal/agent.

Ainsi des syndicats d'immeuble, des commissaires-priseurs, des notaires, et de quantité d'autres mandataires.

Pour tous ces métiers, la collectivité a fixé des prix ou des normes, sans attendre les résultats d'une théorie en cours d'élaboration.

Pourquoi ne l'a-t-elle pas fait pour les rémunérations des dirigeants d'entreprise ? Pourquoi laissent-elles les juges seuls pour décider des critères d'une rémunération abusive ?



Notre problème présente une deuxième curiosité : **on ne cherche pas la cause du problème.**

Habituellement, quand on a un problème, on en cherche d'abord la cause, pour ensuite adapter le remède à la cause identifiée.

C'est comme cela que font les médecins. Ils cherchent la maladie, et prescrivent le remède en fonction de la cause ainsi identifiée.

Les garagistes font de même. Ils cherchent la cause des pannes, et réparent ensuite.

Les plombiers et les électriciens aussi. En un mot : tout le monde.

⁴ Smith, A., *Recherches sur la nature et les causes des richesses des nations*, livre V, chap. 1, section 3, § 2.

Mais personne, ni les associations patronales, ni les syndicats, ni les partis politiques, ne procède ainsi face à notre problème.

À lire les journaux, notre collectivité a pourtant un problème avec les rémunérations des dirigeants d'entreprise, ou avec leur hausse. Et nous nous précipitons tous sur les remèdes, sans chercher les causes.

Dira-t-on que les causes sont connues, et qu'il n'y a donc pas besoin de les chercher ?

Mais ce n'est justement pas le cas.

Car presque tous les facteurs explicatifs connus de la hausse d'un prix, les *usual suspects*, sont hors de cause.

Une rareté nouvelle ? Mais il n'y a ni plus ni moins d'offre de dirigeants qu'il y a 10, 20 ou 50 ans. À tout prendre, l'offre de dirigeants est peut-être un plus abondante aujourd'hui qu'hier, si les salaires relatifs des professions et les hauts salaires des managers ont eu une influence sur les choix de métiers des individus.

Un coût de production en hausse ? Mais la formation d'un dirigeant, c'est toute une carrière, et le coût d'une carrière suit la hausse des salaires, qui a été très faible depuis 20 ou 30 ans.

Une concurrence nouvelle, sur le « marché des dirigeants » ? Il n'est pas mal élevé de rappeler ici que la concurrence fait normalement baisser et non monter les prix, hors situation d'oligopoles, de cartels.

En outre, la plupart des entreprises choisissent et forment leurs futurs dirigeants, sur dix ou vingt ans, sans penser à leur futur salaire. Et quand les entreprises recrutent à l'extérieur leurs dirigeants, elles se soucient de la qualité de l'individu et des chances que la greffe prenne, plus que du prix, variable secondaire, souvent fixé dans la moyenne.

Quatrième explication possible : la qualité, qui voudrait que le prix du service rendu par les dirigeants ait monté parce que le service rendu serait de meilleure qualité, et notamment que les actionnaires seraient plus riches ? Mais il n'y a pas de corrélation, sur un siècle, entre les rémunérations des dirigeants et l'évolution des bourses. Il pourrait même y avoir une amusante légère corrélation inverse : les dirigeants d'entreprises des années 40, 50 et 60 étaient plus productifs pour les actionnaires que les dirigeants actuels, et ils étaient pourtant cinq à dix fois moins bien payés.

D'autres facteurs explicatifs, moins habituels, ont été convoqués.

La transparence⁵, par exemple. Il est vrai que depuis 20 ans la transparence des rémunérations des dirigeants pousse à la hausse de celles-ci : on regarde toujours ceux qui gagnent plus que soi, rarement ceux qui gagnent moins. D'un autre côté, après la grande panique de 1907, quand les

5 Ariely, D., *Predictably Irrational*, New York, Harper Collins, 2008, p. 15-19.

[p. 123-130]

Jean GATTY

Arch. phil. droit 56 (2013)

comptes des grandes entreprises ont été ouverts, on a été stupéfait de découvrir des rémunérations exorbitantes, attribuées dans le secret⁶. Les salaires des dirigeants croissent, dans la lumière comme dans l'opacité.

On pourrait encore évoquer les effets d'une idée ou croyance collective, largement partagée aujourd'hui, qui veut que les relations entre les entreprises et leurs dirigeants sont une affaire privée, et que moins l'État s'en mêle, mieux tout le monde se porte.

Sans doute cette idée générale a-t-elle une influence sur le cours actuel des choses, mais les moyens ne sont pas proportionnés à la cause. Car cette idée ou croyance vaut pour toutes les affaires privées. Et la collectivité fixe des normes dans bon nombre d'affaires privées, pour empêcher l'une ou l'autre des parties d'abuser de sa position ou de son information.

Alors pourquoi cette croyance collective vaut-elle aujourd'hui pour les transactions privées entre les entreprises et leurs dirigeants, et pas pour les transactions privées dans les affaires immobilières, notariales, d'enchères ou de gestion de portefeuilles ?

Au final, cette croyance collective n'explique peut-être pas grand-chose dans notre affaire.



En réalité, à considérer les données historiques sur la rémunération des dirigeants des grandes entreprises, la hausse des trente dernières années, la hausse des années 20 et 30, la hausse de la deuxième partie du XIX^e siècle, le problème de la rémunération des dirigeants d'entreprise et de la tendance de ces rémunérations à croître de manière exorbitante semble s'être posé dès que fut autorisée la libre création des entreprises à capitaux permanents et à responsabilité limitée dans les années 1850 et 1860 en Grande-Bretagne, en France et ailleurs.

La cause de notre problème actuel serait alors bête comme chou : un défaut de fabrication, que certains appelleront une imperfection de marché, et d'autres une malformation inhérente à la forme des sociétés de capitaux à responsabilité limitée dont, la nature humaine étant ce qu'elle est, les dirigeants profitent, en l'absence d'actionnaire de contrôle ou de législateur veillant au grain.

Défaut constaté et anticipé par Smith, je l'ai rappelé plus haut.

6 Bruner, R. F., et Carr, S. D., *The Panic of 1907*, Hoboken, Wiley & Sons, 2007, p. 148-149.

Sommes-nous condamnés à supporter ce vice de fabrication indéfiniment ?

Ce n'est pas sûr.

Peut-être est-ce une question de point de vue, d'angle d'attaque.

Et voilà la troisième curiosité de notre problème : **on a oublié la nature technique de la société à capitaux permanents à responsabilité limitée.**

Car la société à responsabilité limitée est une technique collective de production des biens et services que nous sommes prêts à acheter.

C'est même une technique surpuissante.

Voyez comme l'usage de cette technique s'est répandu sur la planète en un siècle et demi. La moitié ou les trois quarts des activités des économies développées ont adopté cette forme. Et le mouvement est encore en cours, pour le meilleur et pour le pire, avec la transformation des banques d'affaires américaines de sociétés de personnes en sociétés de capitaux dans les années 1990.

Peu de techniques ont eu autant de succès.

Il y a un peu moins d'un siècle, Walter Lippman, citait le philosophe, diplomate, président de Columbia et prix Nobel américain Nicholas Butler : *« J'affirme, en pesant toutes mes paroles, qu'à mon avis la société par actions est la plus grande découverte des temps modernes, à en juger d'après les effets sociaux, moraux, ainsi que par les conséquences politiques que nous saurons en tirer et saurons nous en servir. La vapeur et l'électricité elles-mêmes sont moins importantes que la société anonyme. Sans elle, elles se trouveraient réduites à une relative impuissance. »*⁷

Confrontés à cette invention technique, nombre d'auteurs se sont émerveillés et interrogés.

Peut-être est-ce parce que nous ne nous étonnons plus de cette organisation qui n'existait quasiment pas il y a cent cinquante ans, que nous avons oublié de perfectionner cette technique après qu'elle s'est imposée.

Comme si les techniques étaient parfaites au premier jour. Comme si les trains étaient aujourd'hui ceux de 1840. Comme si les avions étaient encore ceux de 1930 ou de 1950.

Alors qu'il y a toujours une courbe d'expérience dans le développement d'une technique, et que chaque technique nouvelle s'enrichit de toutes sortes d'adaptations, souvent puisées dans les domaines connexes.

Peut-être est-ce en considérant la société anonyme comme une technique d'un côté extrêmement efficace pour la production des biens et services, et d'un autre côté entachée d'un ou plusieurs défauts congénitaux pénibles, que l'on se débarrassera de ces défauts – et notamment de cette tendance des

⁷ Lippman, W., *La Cité libre*, Paris, Librairie de Médicis, 1945, p. 26.

[p. 123-130]

Jean GATTY

Arch. phil. droit 56 (2013)

dirigeants à abuser de leur position et à s'approprier une partie excessive de la richesse produite par cette invention technique collective de la société par actions.

Mais quand on y pense, ce problème d'a-maîtrise des très grandes organisations est bien connu.

Non pas en économie, mais dans la vie quotidienne de nos sociétés politiques, dans le contrôle des institutions par la collectivité.

Car il existe une technique très puissante, et très utilisée par les sociétés politiques pour éviter que les individus ne s'approprient les institutions à la tête desquels ils se retrouvent : la séparation et l'équilibre des pouvoirs, afin « *que, par la disposition des choses, le pouvoir arrête le pouvoir* »⁸.

Voilà la quatrième et dernière curiosité de notre problème : alors qu'il semble exister un problème de contrôle des dirigeants des entreprises et que tout le monde parle de *corporate governance*, **la technique la plus connue de prévention des abus dans les grandes organisations ne paraît pas inspirer grand monde.**

Sans doute est-ce parce que les sociétés par actions à responsabilité limitée ont jusqu'à présent procuré trop d'avantages à toute la collectivité, que le souci de prévenir les éventuels abus et débordements ne s'est pas imposé.

On pourrait quand même y penser, en se référant à des exemples illustres.

Si vous lisez *Le Fédéraliste*, vous constaterez que les Pères Fondateurs des États-Unis d'Amérique se sont très sérieusement demandé comment limiter non pas les abus de pouvoirs mais la possibilité des abus, en calculant savamment l'équilibre des pouvoirs qu'ils créent.

Sans idéaliser des institutions politiques dont les défauts sont connus, je vous livre donc quelques questions que je ne peux malheureusement traiter ici, mais qui pourraient être discutées pour améliorer la technique de la société par actions.

Serait-il utile de reconstituer le pouvoir du souverain, je veux dire de l'Assemblée des actionnaires ? (Je n'ignore pas la différence entre la propriété de l'entreprise et la propriété des actions de l'entreprise, mais la nature du « souverain de l'entreprise », s'il existe, n'est pas ici notre sujet.)

Serait-il utile d'assurer une élection libre, avec candidatures multiples et ouvertes, des dirigeants exécutifs de l'entreprise d'une part, et des membres du Conseil d'autre part ?

8 Montesquieu, *L'Esprit des lois*, livre XI, chapitre IV
[p. 123-130] Jean GATTY

Serait-il utile de rendre indépendants les processus de nomination ou d'élection des dirigeants exécutifs d'une part, et des membres des Conseils d'autre part ?

Serait-il utile de limiter le nombre de mandats des dirigeants exécutifs des entreprises non contrôlées ?

Serait-il utile d'imposer la détention d'une fraction significative du capital par les dirigeants exécutifs d'une part, et par les membres du Conseil d'autre part, et la remise des actions à la Société, aussi longtemps que durent les mandats, comme le prévoyait la loi française de 1863 ?

Serait-il efficace que les Assemblées d'actionnaires décident souverainement des fusions au terme d'un authentique processus contradictoire, à la majorité simple ou à une majorité qualifiée ? Le cas échéant, à quelle majorité qualifiée ?

Nous le savons par expérience : une grande organisation où le Président contrôle le Conseil qui tient l'Assemblée est une organisation souvent inefficace et parfois dangereuse.

Alors pourquoi aller contre les leçons de l'histoire ?



Il y a deux petites semaines, à la campagne, lisant ou relisant la *Germanie* de Tacite, je suis tombé sur cette évocation des Assemblées où les affaires collectives importantes se décident tous les mois : « *Lorsque la foule le veut bien, elle s'assied toute armée... Puis tour à tour le roi ou les chefs prennent la parole... Ils se font écouter par la force des raisons, plutôt que par celle de l'autorité. Si leur avis a déplu, un murmure général le repousse ; si la foule l'approuve, elle agite ses armes. Cette manière d'exprimer son approbation par les armes est la plus flatteuse.* »⁹

Les barbares allemands avaient-ils il y a vingt siècles une plus grande science de l'équilibre des pouvoirs que la plupart des grandes entreprises aujourd'hui ?

jg@jgcapital.com

⁹ Tacite, *Germanie*, XI.

[p. 123-130]

Jean GATTY

Arch. phil. droit 56 (2013)