



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

La rémunération des dirigeants : Trancher le nœud gordien

9^{ème} prise de position

2017



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

1000, rue de la Gauchetière Ouest, bureau 1410, Montréal (Québec) H3B 4W5

Téléphone 514.439.9301 | **Télécopieur** 514.439.9305 | **Courriel** info@igopp.org | **www.igopp.org**

Dépôt légal – novembre 2017

Bibliothèque et Archives nationales du Québec

ISBN 978-2-924055-40-3 (version imprimée)

ISBN 978-2-924055-41-0 (version électronique)

La rémunération des dirigeants: Trancher le nœud gordien

Imprimé au Québec

Design par KB design s.e.n.c.

Droits d'auteur © IGOPP / 2017

Ce document est disponible gratuitement sur le site www.igopp.org

La reproduction d'extraits est autorisée à des fins non commerciales avec mention de la source.

Toute reproduction partielle doit être fidèle au texte utilisé.



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

La rémunération des dirigeants : Trancher le nœud gordien

9^{ième} prise de position

Préparée et rédigée par

Yvan Allaire, Ph. D. (MIT), MSRC
Président exécutif, IGOPP

2017

Table des matières

Message du président exécutif du conseil	5
Sommaire exécutif	6
Introduction	10
La rémunération des PDG en 2016 : où en sommes-nous ?	14
Que cherche-t-on à accomplir par le biais de la rémunération ?	24
Conclusions	54
Références	56
À propos de l'IGOPP	60
Membres du conseil d'administration de l'IGOPP	61
Liste des prises de position de l'IGOPP	62

Message du président exécutif du conseil


Cette prise de position, la neuvième de la série, a reçu l'approbation unanime¹ de notre conseil d'administration. C'est la deuxième fois que l'IGOPP rend publiques des propositions visant l'amélioration des politiques et pratiques de rémunération pour les dirigeants de sociétés ouvertes.

L'IGOPP a le grand bonheur de compter sur des membres de conseil expérimentés et judicieux avec qui façonner nos prises de position. Je veux exprimer ma profonde gratitude aux membres du conseil de l'IGOPP qui ont accepté de participer au groupe de travail mandaté pour la production de cette prise de position. La haute qualité des discussions au sein du groupe, leur expérience concrète avec les enjeux de rémunération dans les grandes sociétés furent un apport indispensable pour la production de cette prise de position.

Les membres de ce groupe de travail étaient:

- Yvan Allaire, président
- Isabelle Courville
- Paule Doré
- Robert Greenhill
- Michel Magnan
- Robert Parizeau
- Guylaine Saucier

Avec mes remerciements les plus sentis,



Yvan Allaire, Ph. D. (MIT), MSRC
Président exécutif du conseil

¹ M. Louis Morisset, président-directeur général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), s'est abstenu comme le veut la politique de l'AMF.

Sommaire exécutif

—

La rémunération médiane des chefs de la direction des grandes entreprises publiques canadiennes a plus que doublé entre 1998 et 2007, suivie d'une baisse substantielle de 17,7 % en 2008 en raison de la crise financière. Depuis lors, leur rémunération a repris à la hausse puis s'est stabilisée autour de 8 millions \$ depuis 2010.

La rémunération médiane des PDG des six grandes banques canadiennes atteignait 10,5 millions \$ en 2016, une baisse notable par comparaison aux 11,8 millions \$ de 2010.

Le rapport entre la rémunération médiane des PDG des grandes entreprises canadiennes et le salaire moyen gagné par les travailleurs du secteur privé canadien est passé de 62 fois en 1998 à un apogée de 159 fois en 2013 pour terminer à 140 fois en 2016. Ce même rapport pour les PDG des banques a atteint 184 fois en 2016.

Au cours des 20 dernières années, la rémunération des dirigeants d'entreprises fut l'objet de critiques sévères et persistantes, celles-ci étant méritées dans beaucoup de cas.

Pour composer avec les pressions exercées sur eux, la plupart des conseils d'administration ont opté pour une démarche prudente qui consiste à adopter la forme de rémunération devenue un standard, conçue en bonne partie par des conseillers en rémunération et diffusée quasi universellement.

En conséquence, les systèmes de rémunération devinrent de véritables arcanes exigeant des explications longues et détaillées. Ainsi, le nombre moyen de pages consacrées à la description de la rémunération des dirigeants des grandes entreprises canadiennes a quintuplé en une quinzaine d'années à peine, atteignant 34 pages en 2016.

Cette approche « prudente » pour l'établissement des rémunérations se comprend dans les circonstances actuelles alors que les conseils d'administration sont ciblés isolément, doivent réagir au cas par cas, manquent de voix collective, ne jouissent d'aucun forum où discuter et adopter des positions communes et, s'il y a lieu, résister collectivement aux pressions des investisseurs et autres intervenants. En bref, les conseils d'administration n'ont pas de forum, d'associations ou de « coalition » où se réunir et prendre position comme le fait la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance en regroupant les grands investisseurs institutionnels.

Cette prise de position appelle les conseils d'administration à revoir cette démarche standard pour l'établissement des programmes de rémunération, laquelle nous semble déficiente.

Laisser tomber les approches devenues standard pour fixer les rémunérations :

Le rituel en place pour établir la rémunération est en effet rassurant en vertu du grand nombre d'entreprises qui y ont recours; mais cette approche standard ne prend pas en compte les particularités de l'entreprise et de son industrie, du caractère de son modèle d'affaires, de l'horizon temporel selon lequel sa stratégie se déploie, des leviers de création de valeur qui lui est propre.

Cette démarche enferme les sociétés et leurs conseils d'administration dans un modèle de rémunération conçu par des consultants qui produite de hautes rémunérations tout en satisfaisant aux attentes des observateurs critiques, mais qui n'atteint pas les objectifs que la rémunération devrait cibler.

Cette démarche standard pour établir la rémunération des dirigeants s'appuie en fait sur des hypothèses empiriquement douteuses sinon carrément fausses: une forte mobilité entre firmes et industries des dirigeants, une haute transférabilité du talent de gestion d'une industrie à une autre, la rémunération «à risque» comme facteur de motivation à de hautes performances, une surévaluation de la relation entre le prix de l'action et les efforts individuels des dirigeants (minimisant le rôle de la chance dans la production de fortes rémunérations) , la notion qu'un groupe témoin d'entreprises bien choisies peut servir de quasi-marché du talent pour établir la valeur marchande du PDG et autres dirigeants, etc.

De façon urgente, les conseils d'administration doivent se doter d'un mécanisme, établir un forum, pour enclencher une démarche concertée pour changer ce système. De leur capacité à tracer une voie nouvelle dépendent leur légitimité et leur crédibilité.

Cette prise de position avance un certain nombre de propositions qui, si elles étaient adoptées, contribueraient à une nouvelle approche, une approche plus conforme aux attentes en matière de rémunération. Cette nouvelle approche pourrait bien s'installer de façon incrémentielle, mais l'objectif est clair: un système de rémunération conçu par le conseil d'administration pour le contexte très spécifique d'une entreprise précise, sensible aux attentes des parties prenantes et induisant la direction à gérer l'entreprise dans une perspective de long terme.

Principales propositions:

- **Les entreprises devraient abandonner le principe que la rémunération du PDG doit être établie selon les rémunérations versées aux dirigeants d'entreprises semblables** par leur taille, leur chiffre d'affaires, etc. C'est le maillon faible de toute la démarche actuelle de rémunération qui a mené à une augmentation quasi automatique des rémunérations.
- **Pas d'octrois d'options** (sauf dans des circonstances exceptionnelles comme un redressement) et **l'attribution d'unités d'actions ne devrait pas être un rite annuel; les unités devraient être attribuées au moment où un dirigeant assume un poste ou est promu et le niveau de telles unités devrait être revu aux trois ans seulement**; ces unités d'actions ne devraient être exerçables qu'au terme d'un nombre d'années **établi selon le cycle d'investissement et de gestion de l'industrie à laquelle l'entreprise appartient**; selon les situations, le terme pourrait être 1 an, 3 ans, 5 ans, voire 10 ans!
- Le conseil devra déclarer dans la **Circulaire de sollicitation de procurations qu'il est informé du rapport entre la rémunération du PDG et la rémunération médiane dans l'entreprise ainsi que dans la société civile** et qu'il juge **ce rapport approprié** dans le contexte de l'entreprise, de l'industrie et des valeurs de la société ambiante;
- Les arrangements **en cas de changement de contrôle** devraient comporter les aspects suivants: seules les options et les unités-actions exerçables au moment de l'offre pourront être encaissées, **mais au prix de l'action qui prévalait 90 jours avant l'annonce publique d'une offre d'achat** pour l'entreprise.

-
- Le conseil est responsable de s'assurer que les dirigeants **ne peuvent bénéficier de la plus-value de leurs options ou unités d'actions provoquées essentiellement par des mesures financières** comme le rachat d'actions, la vente d'actifs ou autres mesures.
 - **Tout progrès dans l'implantation de mesures comme celles proposées ici passe par une volonté collective des présidents de conseil des entreprises du TSX 60. Il est impérieux de créer un forum où des propositions comme certaines contenues dans cette prise de position pourraient être discutées** et celles faisant consensus, adoptées pour encadrer la démarche de rémunération de toutes ces grandes sociétés canadiennes. Ces positions collectives serviraient de contrepoids aux pressions exercées isolément sur les entreprises.
 - **Cette prise de position interpelle aussi les fonds institutionnels afin qu'ils deviennent des participants engagés dans la solution des dilemmes, paradoxes et labyrinthes que sont devenus les enjeux de rémunération.** Ces fonds doivent donner une substance concrète à leur engagement envers la gestion à long terme des sociétés dans lesquelles ils investissent.

Introduction

—

En 2012, l'IGOPP rendait publique une prise de position sur la rémunération des dirigeants. Le document traçait l'évolution historique des rémunérations de dirigeants et tentait d'expliquer l'augmentation quasi exponentielle de cette rémunération au cours des années 1990-2010. Pourquoi, par exemple, le rapport entre la rémunération médiane des chefs de la direction des entreprises du TSX 60 et le salaire moyen dans le secteur privé canadien est-il passé de 60 en 1998 à 140 en 2010?

Ce phénomène nous parut résulter de plusieurs facteurs et influences². Quelles qu'en soient les causes, cette augmentation dramatique des rémunérations des dirigeants a suscité de vives critiques, souvent justifiées d'ailleurs.

D'abord, les investisseurs et actionnaires, après leur enthousiasme des premières années pour des nouvelles formes de rémunération susceptibles de transformer les hauts dirigeants en forcenés de la « création de valeur pour les actionnaires », ont vite déchanté.

Le lien entre ces fastes rémunérations et la performance économique de la société leur sembla soudainement bien tenu³. Ils constatèrent que les options sur le titre pouvaient produire d'énormes récompenses provenant tout autant du hasard et de la chance que d'une véritable contribution.

Les fonds institutionnels, cachés derrière le paravent des conseillers en gestion de procurations, alimentèrent une guérilla contre les hautes rémunérations, lorsqu'insuffisamment justifiées par une haute performance pour les actionnaires.

Au Canada, les grands fonds de placement furent réunis dans la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance (CCBG), un organisme intervenant avec efficacité auprès des dirigeants de sociétés ouvertes pour les inciter à adopter de meilleures normes de gouvernance, tout particulièrement en ce qui concerne les rémunérations.

2 Un texte récent conclut ainsi un long examen de tous les facteurs pouvant expliquer l'augmentation continue des rémunérations des dirigeants d'entreprises publiques :

"First, executive compensation is likely driven by many factors—boards and shareholders' attempts to maximize firm value, executives' attempts to maximize their own rents (perhaps in conjunction with entrenched boards and inattentive shareholders), and institutional forces such as legislation, taxation, accounting policies, and social pressures. No one perspective can explain all of the evidence, and a narrow attachment to one perspective will distort rather than inform our view of executive pay." (Edmans and Gabaix, July 2017)

3 *"For example, in a 2015 survey of institutional investors by RR Donnelley, Equilar, and the Rock Center for Corporate Governance at Stanford University less than half (38 percent) of institutional investors believe that executive compensation is clearly and effectively disclosed in the proxy. Responses are consistently negative across all elements of compensation disclosure. Sixty-five percent say that the relation between compensation and risk is "not at all" clear. Forty-eight percent say that it is "not at all" clear that the size of compensation is appropriate. Forty-three percent believe that it is "not at all" clear whether performance-based compensation plans are based on rigorous goals. Significant minorities cannot determine whether the structure of executive compensation is appropriate (39 percent), cannot understand the relation between compensation and performance (25 percent), and cannot determine whether compensation is well-aligned with shareholder interests (22 percent). Investors also express considerable dissatisfaction with the disclosure of potential payouts to executives under long-term performance plans"* (Baum, Hale, Larcker, Morfit, and Tayan, April 25, 2017).

Après 2008, le concept d'un vote consultatif sur la rémunération rallia l'ensemble des investisseurs, devint obligatoire aux États-Unis en vertu de Dodd-Frank, et fournit un mécanisme permettant aux actionnaires d'exprimer une certaine opposition aux rémunérations jugées extravagantes.

Au fur et à mesure que les attentes et les critiques envers les rémunérations des dirigeants se multiplièrent, l'explication des tenants et aboutissants de différents éléments du programme de rémunération mena à des textes de plus en plus longs et complexes. Évidemment, l'exigence formelle ou informelle, pour les investisseurs institutionnels de se prévaloir du droit de vote sur la rémunération augmenta d'autant l'influence des agences de gestion de procurations.

Ces nouvelles façons de rémunérer les dirigeants ont semblé en porte-à-faux avec la recherche d'une certaine équité au sein de l'entreprise. Les employés, les cadres intermédiaires de même que les travailleurs syndiqués comprennent trop bien que selon les modèles actuels de rémunération, les hauts dirigeants verront leur rémunération bonifiée s'ils parviennent à éliminer des emplois. Les cours boursiers ont tendance à réagir favorablement à la rationalisation de la main-d'œuvre et à l'impartition vers des pays à faible prix de revient. La richesse des dirigeants réagit en synchro avec la bourse.

La confiance mutuelle, la loyauté, le partage des objectifs et la fierté dans l'organisation s'érodent lentement mais sûrement lorsque les employés sont convaincus que les modes de rémunération pour la haute direction incitent celle-ci à prendre des décisions contraires aux intérêts des employés.

Enfin, plus généralement, la rémunération des dirigeants est devenue un enjeu politique, une cause de ressentiment social, une faille de gouvernance dans la plupart des sociétés développées. Quels que soient les arguments invoqués pour expliquer et justifier les sommes considérables versées aux dirigeants, la criante disparité des revenus au sein de la société et au sein même des entreprises fait de cet enjeu, au mieux, un cri de ralliement pour ceux qui veulent une société plus équitable, et au pire, une plateforme pour démagogues.

La rémunération des PDG en 2016 : où en sommes-nous ?

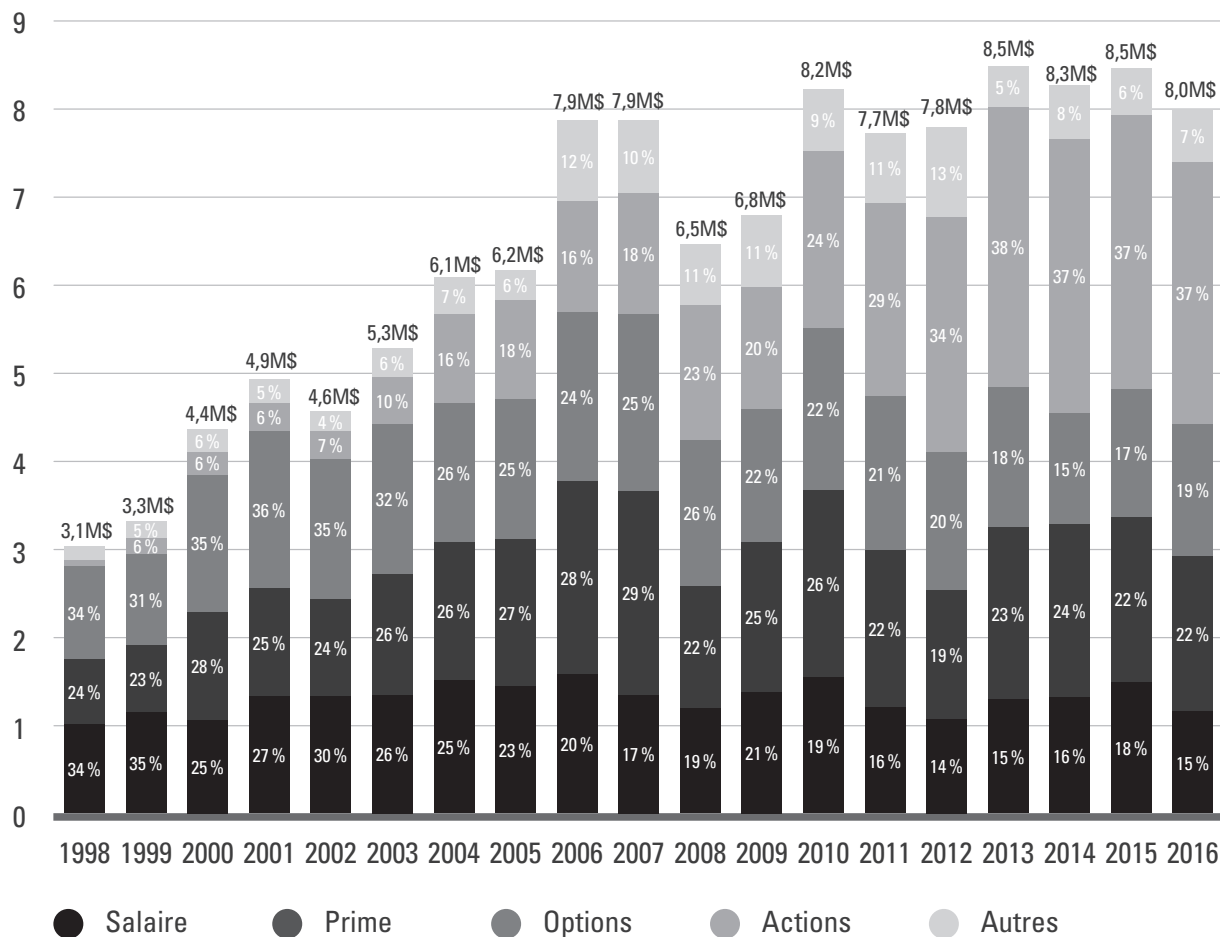
—

Le niveau et la composition de la rémunération des chefs de la direction des sociétés composant le TSX 60 de 1998 à 2016 sont ventilés à la Figure 1.

Premier constat, la rémunération totale médiane a connu une croissance importante entre 1998 et 2007, avant de subir une correction de 17,7 % au moment de la crise financière de 2008. Depuis 2010, cette rémunération s'est stabilisée autour de 8 millions \$.

Figure 1

Niveau et composition[†] de la rémunération des chefs de la direction des sociétés du TSX 60, 1998-2016 (en millions de dollars constants de 2016)



[†] Le niveau correspond à la rémunération totale médiane, et la composition correspond à la moyenne des pourcentages de chaque catégorie, et ce, afin de conserver un total de 100 %.

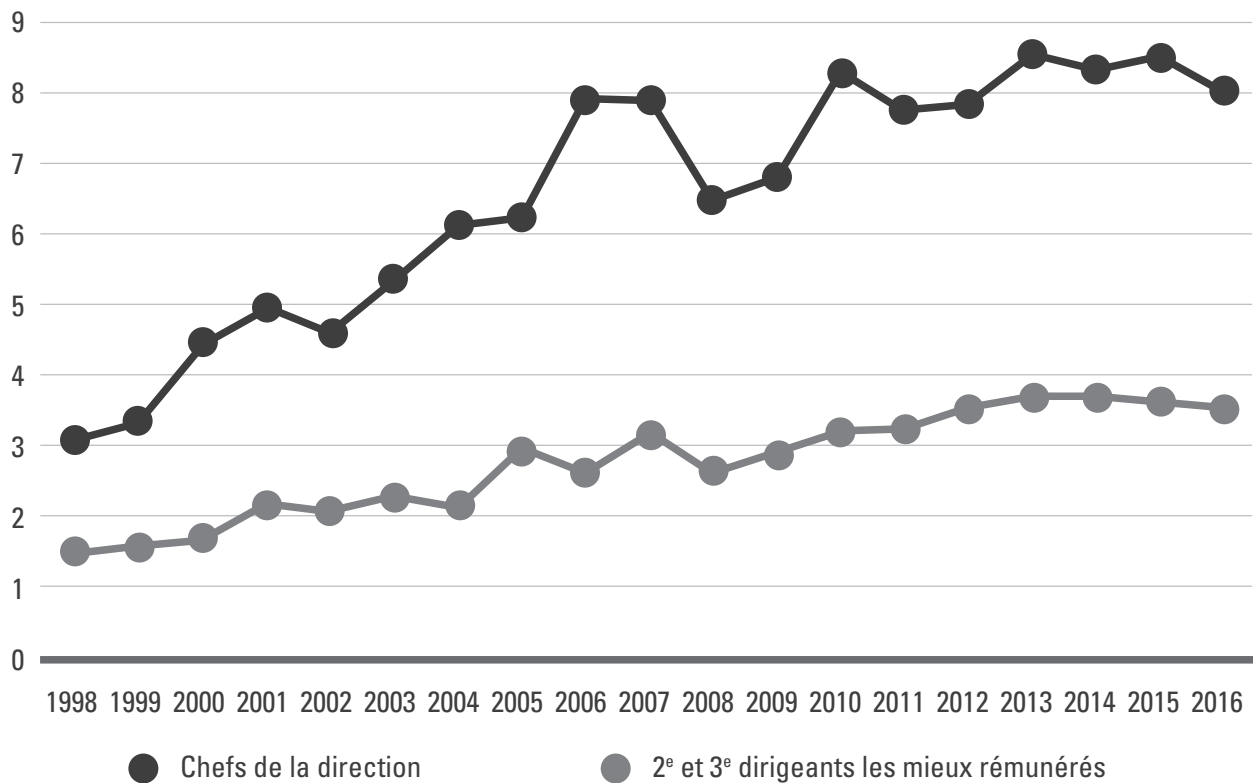
Source : Circulaires de sollicitation de procurations par la direction tirées de SEDAR, données compilées par l'IGOPP.

En comparant cette fois la rémunération médiane des chefs de la direction à celle des 2^e et 3^e dirigeants les mieux rémunérés (Figure 2), on constate un écart qui se maintient, et qui aurait peut-être même une légère tendance à se creuser avec les années. En 2016, la médiane des chefs de la direction atteignait 8,0 millions \$ contre 3,5 millions \$ pour celle des 2^e et 3^e dirigeants les mieux rémunérés, donc un montant 2,3 fois plus élevé.

Cette statistique semble démontrer une progression d'inégalité salariale au sommet des grandes entreprises canadiennes.

Figure 2

Rémunération médiane des chefs de la direction canadiens comparée à celle des 2^e et 3^e dirigeants les mieux rémunérés, 1998-2016 (en millions de dollars constants de 2016)

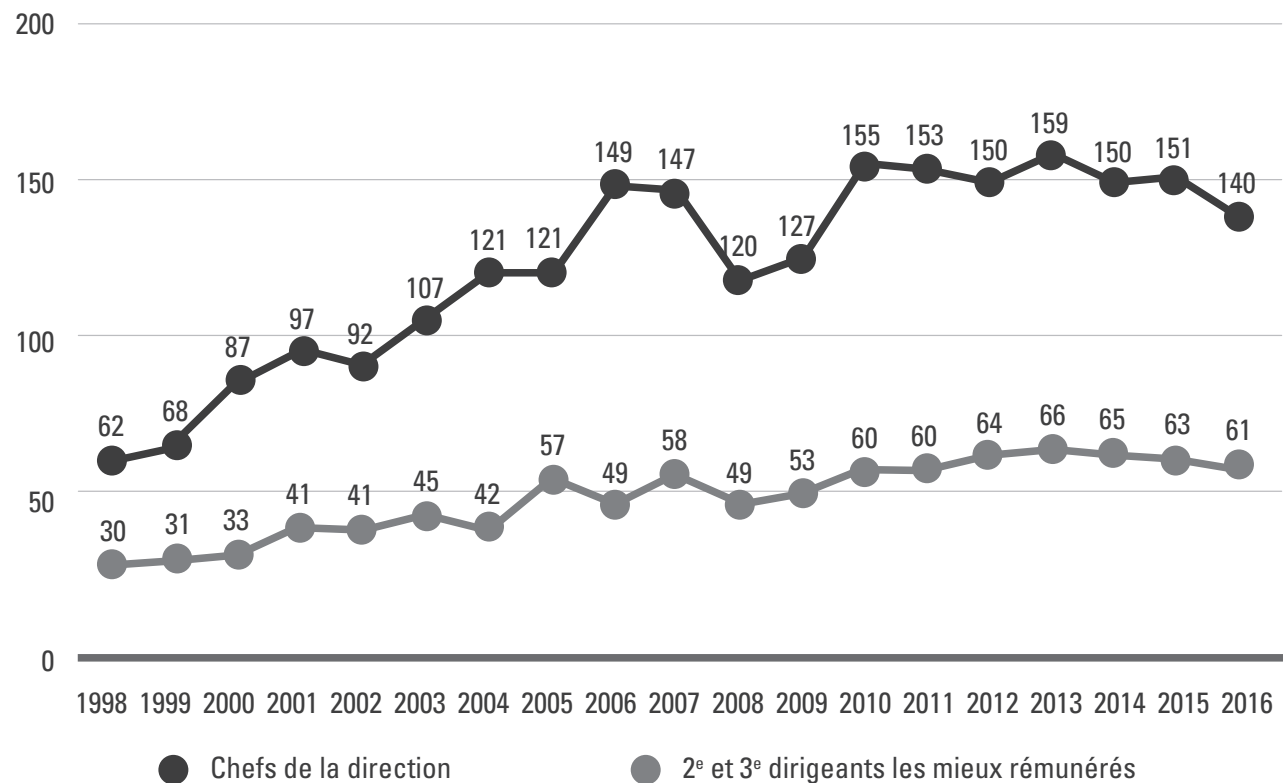


Source : Circulaires de sollicitation de procurations par la direction tirées de SEDAR. Compilation IGOPP.

Pour mettre ces données en perspective, il est intéressant d'observer le rapport entre la rémunération médiane des dirigeants et le salaire moyen des travailleurs du secteur privé (Figure 3). De 62 en 1998, ce rapport a atteint un sommet de 159 en 2013, et se situe maintenant à 140 pour les chefs de la direction. Relativement stable au cours des cinq dernières années, ce rapport atteint 61 pour les 2^e et 3^e dirigeants les mieux rémunérés.

Figure 3

Rapport entre la rémunération médiane des dirigeants et le salaire moyen des travailleurs du secteur privé, 1998-2016, comparaison chef de la direction / 2^e et 3^e dirigeants les mieux rémunérés

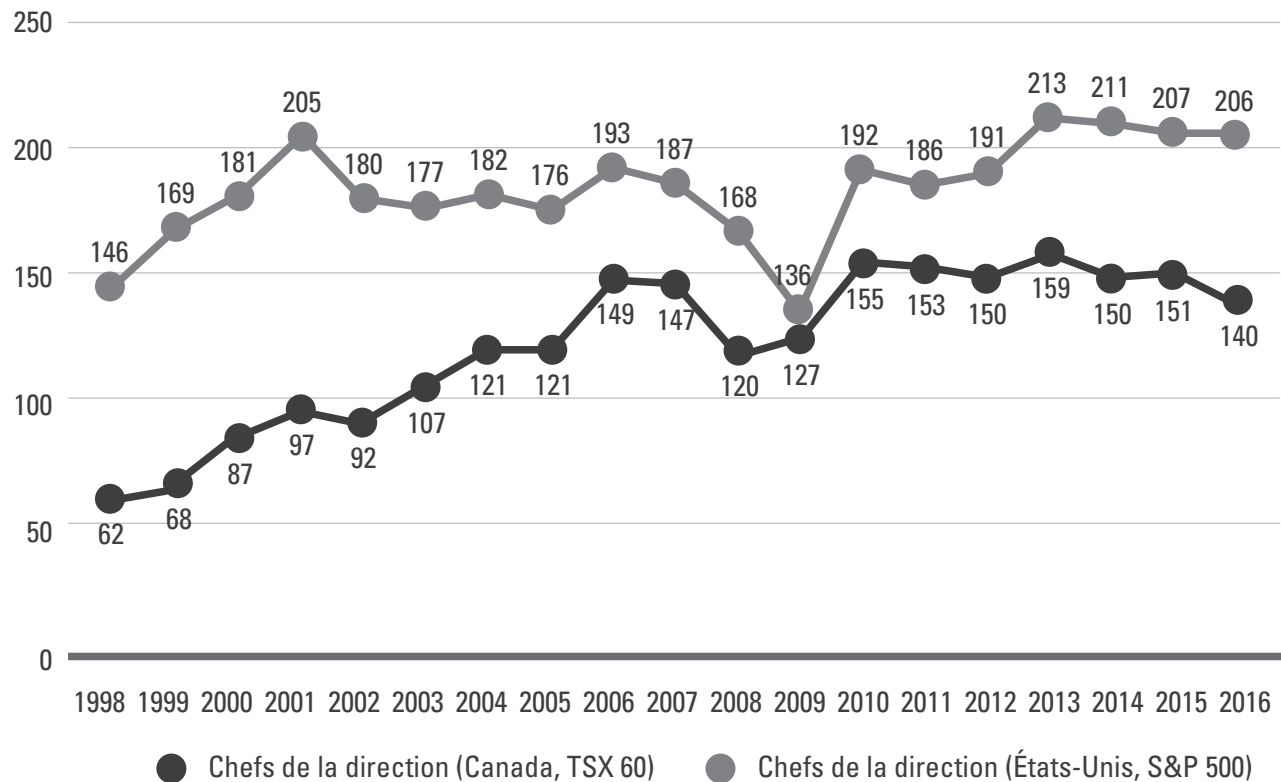


Sources: (1) rémunération médiane des chefs de la direction, 1998-2016: circulaires de sollicitation de procurations de la direction tirées de SEDAR; Compilation IGOPP. (2) rémunération annuelle totale par emploi dans le secteur privé, 1998-2016: Statistique Canada, CANSIM, tableaux 383-0030 et 383-0033.

À la Figure 4, ce même ratio est rapproché de celui des PDG américains.

Figure 4

Valeur médiane de la rémunération des chefs de la direction en rapport avec le salaire moyen des travailleurs du secteur privé, comparaison Canada (TSX 60)/États-Unis (S&P 500), 1998-2015
(Canada: CAD nominaux/CAD nominaux; États-Unis: USD 2000/USD 2000)



Sources (Canada):

- (1) rémunération médiane des chefs de la direction, 1998-2015: circulaires de sollicitation de procurations de la direction tirées de SEDAR.
- (2) rémunération annuelle totale par emploi dans le secteur privé, 1998-2015: Statistique Canada, CANSIM, tableau 383-0030.

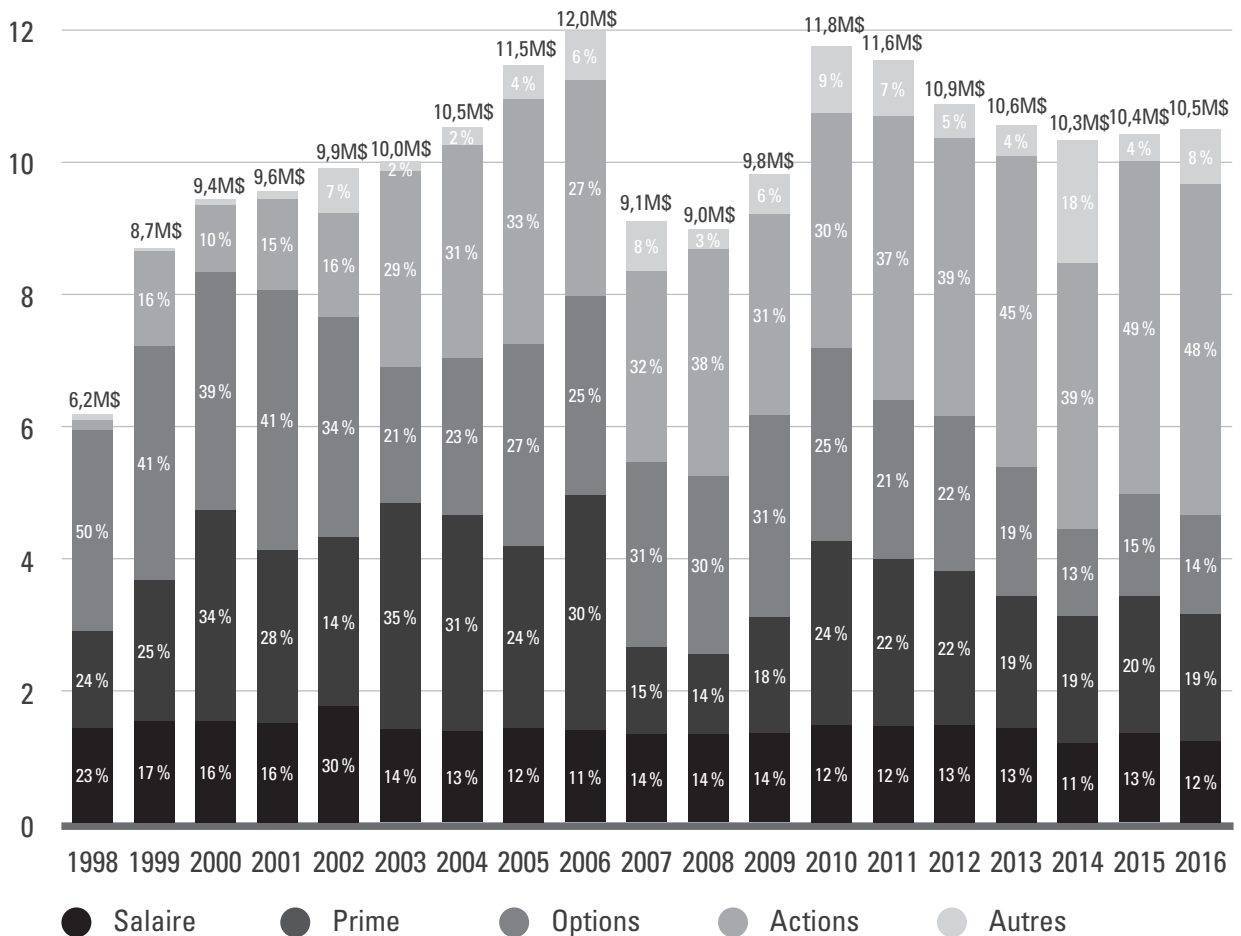
Sources (É.-U.):

- (1) rémunération médiane, 1998-2008: Frydman et Jenter (2010).
- (2) rémunération médiane, 2009-2010: GMI (2010, 2011).
- (3) rémunération médiane, 2011-2015: Meridian CEO Pay survey 2016
- (4) salaire annuel moyen dans le secteur privé, 1998-2015: US Department of Labor, Quarterly Census of employment and wages, 1999-2016.

En 2016, le ratio américain est plus élevé de 53 % par comparaison au ratio canadien. En 2001, le ratio américain avait atteint un sommet alors qu'il était de 113 % supérieur au ratio canadien. Ce n'est qu'en 2003 que le ratio canadien dépasse 100 et qu'en 2010 il dépasse les 150. La question (naïve) se pose : les PDG canadiens dont la rémunération s'établissait à moins de 100 fois le salaire moyen des employés du secteur privé canadien avant 2003 étaient-ils moins compétents et moins productifs à cette époque? Les dirigeants des six grandes banques canadiennes sont évidemment (?) rémunérés plus richement (Figure 5), bien que leur rémunération médiane ait diminué sensiblement entre 2010 et 2016, passant de 11,8 millions \$ à 10,5 millions \$.

Figure 5

Niveau et composition[†] de la rémunération des chefs de la direction des six grandes banques canadiennes, 1998-2016 (en millions de dollars constants de 2016)



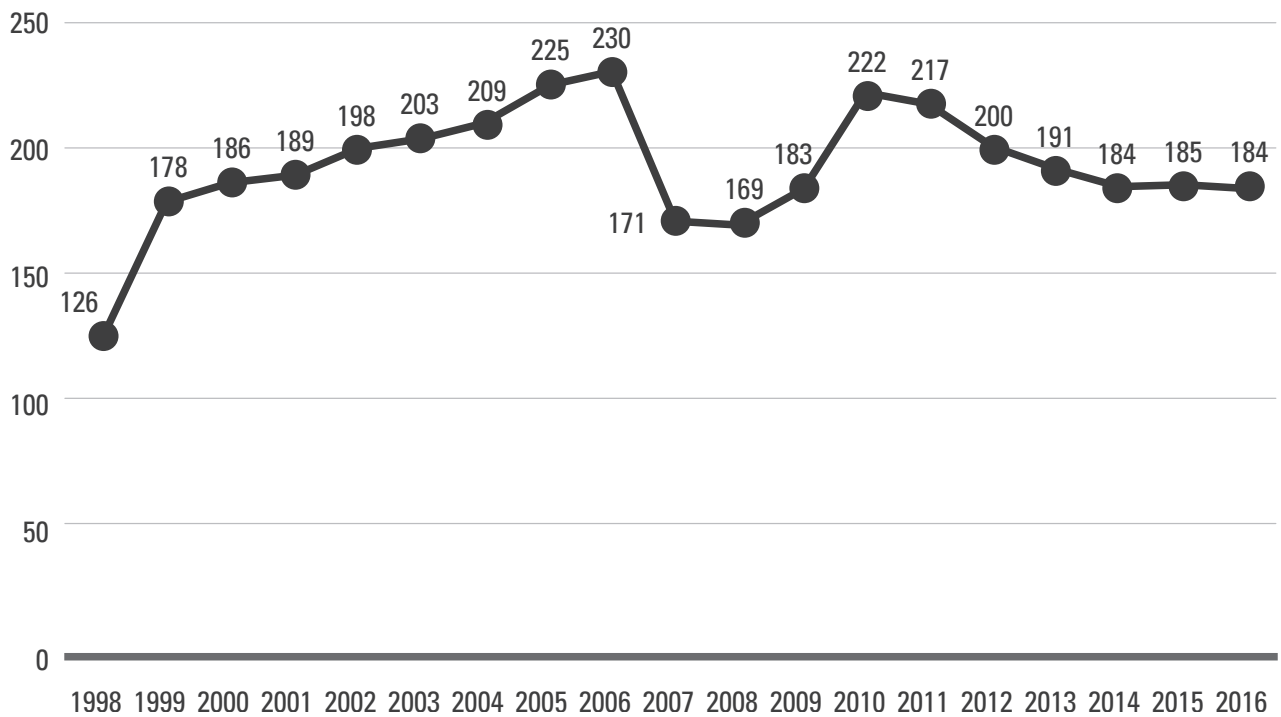
Le niveau correspond à la rémunération totale médiane, et la composition correspond à la moyenne des pourcentages de chaque catégorie, et ce, afin de conserver un total de 100 %.

Source : Circulaires de sollicitation de procurations par la direction tirées de SEDAR, données compilées par l'IGOPP.

Le ratio entre la rémunération du PDG et le salaire moyen des canadiens est aussi sensiblement plus élevé (Figure 6) avec toutefois une tendance à la baisse observée depuis 2010, résultat du changement dans la composition de la rémunération, ce dont nous traitons dans la prochaine section.

Figure 6

Rapport entre la rémunération médiane des dirigeants des six grandes banques canadiennes et le salaire moyen des travailleurs du secteur privé, 1998-2015



Sources: (1) rémunération médiane des chefs de la direction des six grandes banques canadiennes, 1998-2015: circulaires de sollicitation de procurations de la direction tirées de SEDAR. (2) rémunération annuelle totale par emploi dans le secteur privé, 1998-2015: Statistique Canada, CANSIM, tableaux 383-0030 et 380-0033. Compilation-IGOPP.

LES DIRIGEANTS CANADIENS ONT-ILS PERDU DU POUVOIR D'ACHAT?

Les Figures 1 et 5 nous éclairent sur cette question. Les dirigeants ont troqué les options pour des actions. En effet, les options, qui naguère représentaient quelque 35-36 % de la rémunération totale du PDG, ne font plus en 2016 que 19 % de cette rémunération alors que les actions passent de 6-7 % du total au début des années 2000 à 37 % en 2016.

Ce phénomène est encore plus marquant pour les dirigeants des grandes banques canadiennes. Les options en pourcentage de leur rémunération totale passent de plus de 40 % au début des années 2000 à 14 % en 2016, mais la proportion de leur rémunération sous forme d'actions grimpe de 15-16 % au début des années 2000 à 48 % en 2016.

Il est important de noter que la rémunération totale des PDG semble stable depuis 2012 et même en léger déclin ; cela tient au changement de composition de la rémunération. Les actions ont une valeur stable même si le titre stagne alors que les options ont une valeur nulle si le titre n'augmente pas.

POURQUOI CE DÉPLACEMENT VERS LES UNITÉS D' ACTIONS?

Du point de vue du bénéficiaire, plusieurs avantages sont associés à cette forme de rémunération, notamment :

- **Certitude de réalisation** : les unités d'actions conservent une valeur même lorsqu'elles glissent sous la valeur au moment de l'octroi, ce qui évidemment n'est pas le cas avec les options. Imaginons un dirigeant à qui une société avait octroyé 100 000 options à un prix d'exercice de 10 \$. Si la valeur de l'action au moment d'encaisser est à 9 \$, l'option a une valeur nulle. Si le dirigeant avait plutôt obtenu des unités d'actions, le revenu avant impôt est de 9 \$ X 100 000 = 900 000 \$. Le risque encouru par le détenteur d'une unité d'action est donc passablement moindre que celui encouru par le détenteur d'une option d'achat d'action.
- **Anonymat et facilité** : les unités d'actions payables en argent sont encaissées sans autres contraintes que celles prévues au programme (si des restrictions s'appliquent). *Les unités sont encaissées dans l'anonymat*, au moment opportun.
- **Cumul des dividendes** : les programmes de rémunération comprenant des unités d'actions comportent fréquemment la possibilité d'accumuler et de réinvestir les dividendes versés au cours de la période entre l'octroi et l'encaissement. Il peut s'agir d'un rendement non négligeable pour des titres à rendement élevé en dividendes (comme les banques).

Du point de vue des entreprises, celles-ci trouvent dans cette forme de rémunération incitative un avantage indéniable:

- **Pas de dilution du BPA**: les unités d'actions, lorsque le programme sous-jacent est conçu adéquatement, ne font pas partie du nombre d'actions utilisées dans le calcul du bénéfice par action (BPA) dilué, contrairement aux options. Le BPA n'étant pas affecté par cette forme de rémunération, il n'est plus utile de procéder à des rachats d'actions pour contrer l'effet de dilution, une pratique fréquemment associée à l'octroi d'options. Il faudra cependant prévoir des liquidités en quantité suffisante pour payer le bénéficiaire au moment de l'encaissement.
- **Stabilité apparente ou même réduction de la rémunération**: un autre facteur est probablement davantage de nature cosmétique. En échangeant une composante à haut risque (les options) pour une composante à plus faible risque (les actions), on a pu stabiliser la rémunération totale des dirigeants, ce qui a une grande valeur de relations publiques.
- **Considérations fiscales**: le gain réalisé sur les *options* exercées devient une dépense déductible pour l'entreprise aux fins fiscales aux États-Unis, mais pas au Canada; par contre, de façon générale, *l'entreprise* peut réclamer les montants associés aux attributions d'unités d'actions ainsi que les gains subséquents au moment de leur exercice, comme déduction pour fins fiscales au Canada tout comme aux États-Unis.

Ainsi, à la question soulevée précédemment « les dirigeants ont-ils perdu du pouvoir d'achat? », la réponse est non. Ils ont gagné la certitude qu'ils pourront encaisser un montant proche de celui qui a été divulgué, tout en maintenant la possibilité de réaliser des gains significatifs si le titre s'appréciait de façon importante. L'incitatif, pour les dirigeants, à faire vendre la société pour profiter de la prime d'acquisition demeure puissant.

Que cherche-t-on
à accomplir par le biais
de la rémunération ?

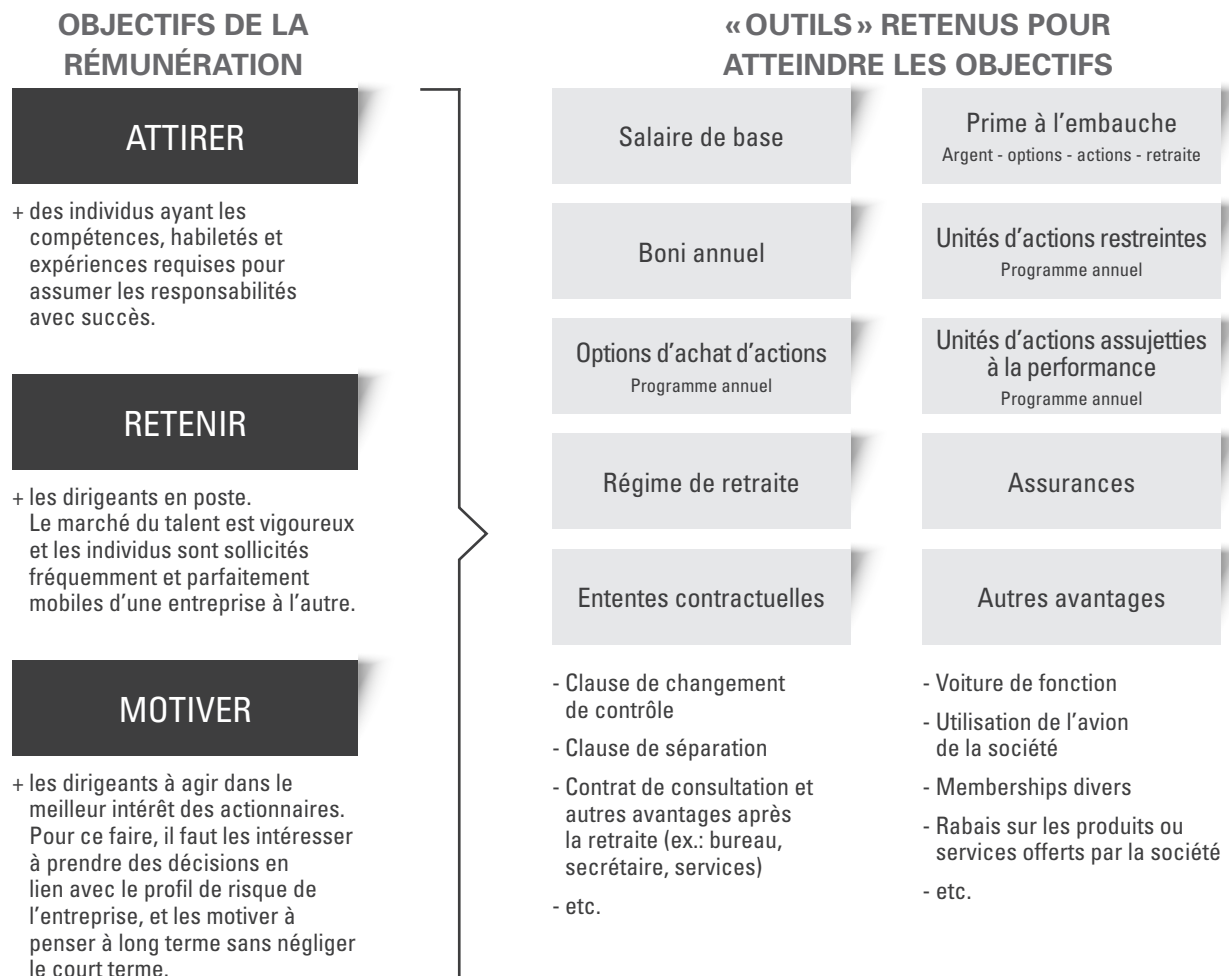
—

La démarche de rémunération des dirigeants dans l'entreprise contemporaine est guidée par des principes quasi universels de rémunération. Les niveaux et les formes de la rémunération des dirigeants de sociétés ouvertes cherchent à atteindre trois objectifs : 1° retenir le « talent »; 2° motiver les dirigeants en place; 3° attirer, s'il y a lieu, des dirigeants et cadres de talent provenant d'autres sociétés.

Au cours des ans, sensibles aux pressions croissantes exercées sur les conseils d'administration, les firmes de conseil en rémunération ont proposé des démarches et des outils de plus en plus complexes pour atteindre ces objectifs. La Figure 7 rend compte de l'aboutissement de cette évolution en 2016.

Figure 7

La rémunération des dirigeants: fondements de l'approche en vigueur



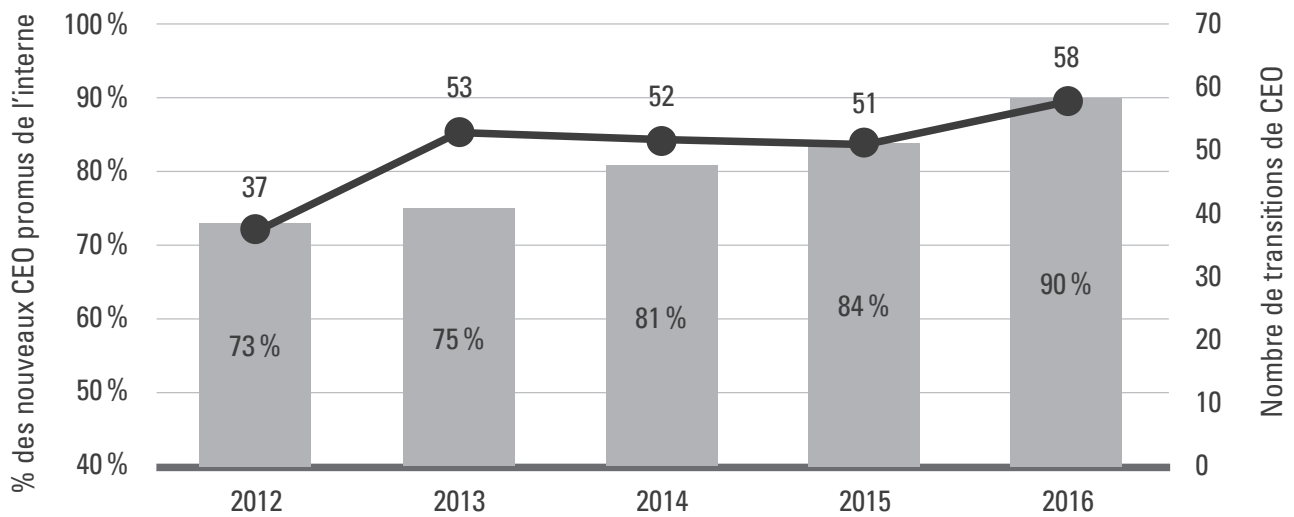
Ces objectifs reposent sur des assises qui semblent être généralement accepté et rarement remises en question :

ATTIRER

- Il peut arriver qu'il soit nécessaire de recruter des cadres et dirigeants d'autres entreprises pour pourvoir des postes parce que ceux-ci possèdent une expérience et des habiletés supérieures à ce qui est disponible au sein de la société.
- Ce fait peut relever d'une faiblesse des programmes de relève de l'entreprise ou résulter d'un changement important de son modèle d'affaires, changement devant faire appel à des compétences nouvelles non disponibles au sein de l'entreprise.
- Ce recrutement hors de l'effectif de l'entreprise, naguère rare, risque de créer des déséquilibres de rémunération lorsque, pour convaincre un dirigeant en poste ailleurs de migrer vers l'entreprise, on a dû lui offrir des conditions salariales hors normes.
- Il faut noter toutefois que la tendance récente pour les nominations de PDG indique une forte tendance aux promotions internes. Comme le montre la Figure 8, des 58 nouveaux PDG des sociétés du S&P 500 en 2016, 90 % provenaient des rangs de leur société, par comparaison à 73 % en 2012.

Figure 8

Promotions et transitions de PDG parmi les sociétés du S&P500, 2012-2016



Source : Adapté de Spencer Stuart, *CEO Transitions*, 2016.

RETENIR

La mobilité du talent de gestion d'une entreprise à l'autre serait telle que des offres d'emploi alléchantes, tant au niveau local qu'international, sont régulièrement proposées aux dirigeants. Sans un régime de rémunération concurrentiel (comparativement à des entreprises de taille similaire), le dirigeant de talent pourrait quitter pour une autre entreprise afin de monnayer pleinement ses habiletés.

Pour se prémunir contre ce risque, la société devrait comparer le niveau de sa rémunération des dirigeants avec les rémunérations que des entreprises « similaires » offrent à leurs dirigeants.

Toute la démarche de comparaisons avec des « pairs » se fonde sur une prémisse douteuse. Le talent de dirigeant serait générique et transportable d'une entreprise à une autre, d'une industrie à l'autre sans difficulté. Cette hypothèse est contestée et contestable. Le nombre d'échecs retentissants suite au recrutement de transfuges pour le poste de PDG a mené à un rejet quasi universel de cette pratique⁴. Il est apparu que la connaissance approfondie de l'entreprise, de l'industrie, de sa culture, de son modèle d'affaires était plus importante que les habiletés dites « génériques » et transportables comme le leadership, l'expérience de gestion d'une entreprise dans d'autres secteurs industriels.

Les statistiques montrent que sur 1 800 PDG choisis de 1993 à 2005 aux États-Unis, moins de 2 % provenaient d'une autre entreprise (Clifford, S., 2017, p.191). En 2016, comme l'a montré la Figure 8, 90 % des 58 nouveaux PDG de sociétés du S&P 500 ont été promus de l'interne (Spencer Stuart, CEO Transitions, 2016). Pour le TSX 60, sept nouveaux PDG furent nommés en 2016, dont cinq provenaient de promotions internes. (Source : IGOPP, 2017)

Une analyse des études sur ce sujet en arrive à la conclusion suivante:

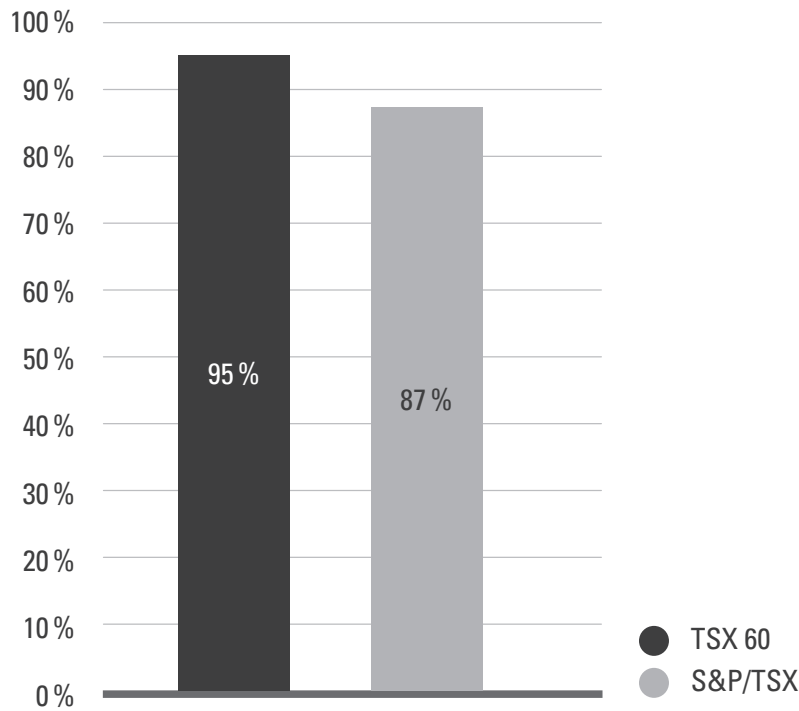
“The evidence of negative or insignificant returns associated with an external succession strategy is contrary to what would be expected, given theories of competitive markets for executive talent. If CEOs were distinguished from one another by only a certain general talent factor, firms should benefit from the larger pool of talent available when their boards decide to pursue external successors. Presumably, strong, independent boards stand to benefit from such an external strategy when the expected talent of outsiders exceeds that of insiders. To the contrary, the empirical evidence suggests a negative expected benefit from going outside rather than pursuing an internal succession strategy, despite the ability to access an enhanced talent pool. In the aggregate, CEOs appear to be most effective only when they have made significant investments in firm-specific human capital” (Elson and Ferrere, 2013)

4 Il arrive, mais c'est l'exception, qu'un PDG se déplace d'une entreprise à l'autre dans la même industrie définie de façon étroite. On peut invoquer ici le cas de Hunter Harrison qui devient PDG du CP après avoir été PDG du CN, deux entreprises de l'industrie de transport ferroviaire fortement concentrée dans laquelle Harrison a œuvré durant toute sa vie professionnelle. Dans de telles situations, un dirigeant transfuge peut s'avérer profitable.

Comme le constate la Figure 9, quelque 95 % des sociétés constituant le TSX 60 et 87 % de celles constituant le S&P/TSX ont utilisé au moins un groupe de « pairs » pour établir le niveau de la rémunération de leur PDG.

Figure 9

Pourcentage des sociétés utilisant au moins un groupe de pairs pour établir la rémunération des dirigeants



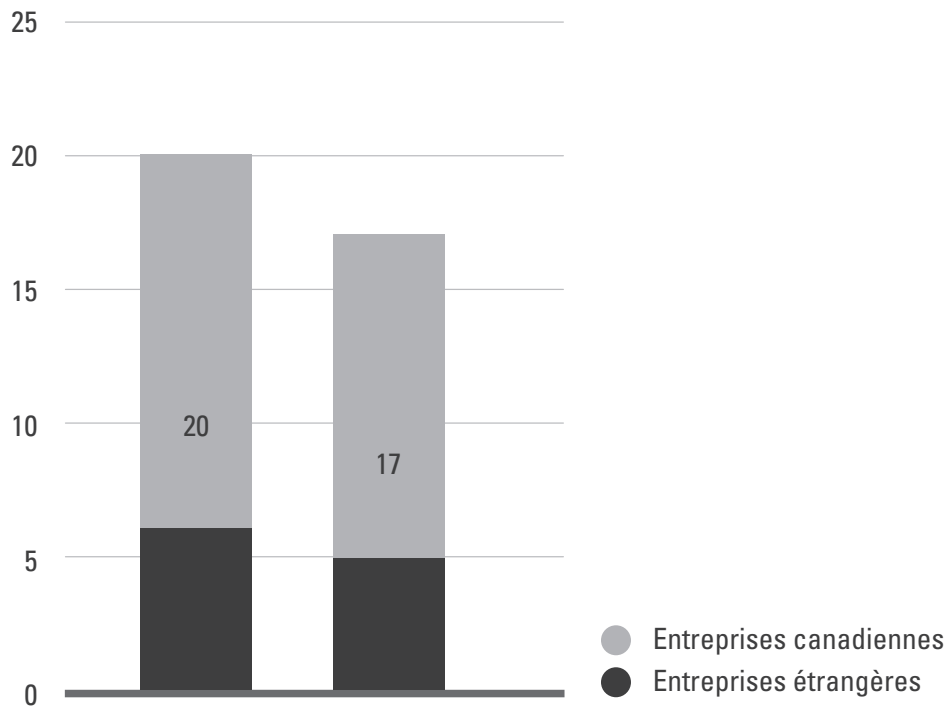
Source : Circulaires de sollicitation de procurations par la direction tirées de SEDAR. Compilation IGOPP.

Il est intéressant d’observer la composition de ces groupes de comparaison. La Figure 10 montre que les sociétés du TSX 60 se comparent à un groupe composé en moyenne de 20 entreprises, dont 6 entreprises étrangères.

En réalité, qu’une entreprise canadienne puisse identifier 20 entreprises en moyenne qui sont réellement comparables, sujettes aux mêmes contingences de marché et en concurrence pour attirer leurs dirigeants semble bien improbable. Dans les faits, cette démarche ne sert qu’à conforter toutes les parties que les dirigeants sont payés de façon « équitable », compte tenu du niveau de rémunération d’autres dirigeants.

Figure 10

Nombre moyen d'entreprises canadiennes et étrangères contenues dans les groupes de références servant à établir la rémunération des dirigeants



Source : Circulaires de sollicitation de procurations par la direction tirées de SEDAR. Compilation IGOPP.

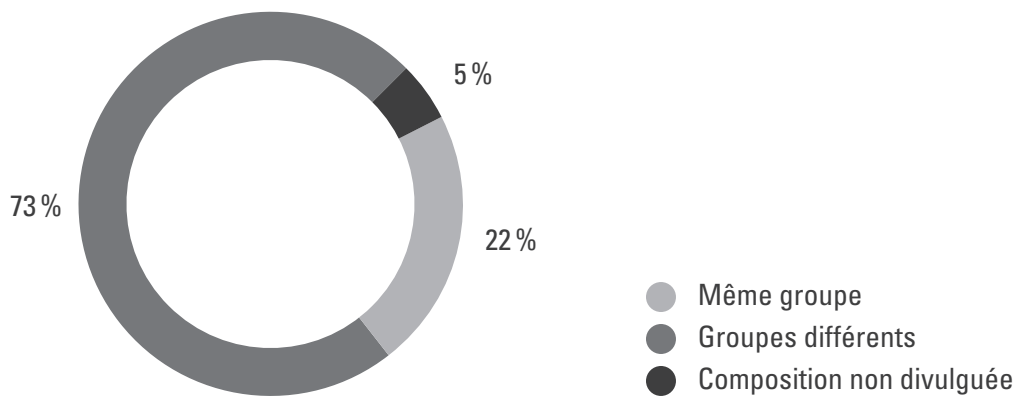
Puisque la rémunération incitative comporte souvent l'obligation d'atteindre des résultats financiers par comparaison aux résultats d'autres entreprises pertinentes, les entreprises doivent dévoiler, par souci de transparence, la composition de ce groupe de comparaison. Quelque 68 % des firmes du TSX 60 divulguent le groupe de pairs servant à l'évaluation de la performance des dirigeants, contre 50 % des firmes du S&P/TSX dans son ensemble.

Fait intrigant, **73 %** des firmes du TSX 60 choisissent un groupe d'entreprises pour établir la rémunération et un autre groupe pour évaluer la performance de leurs hauts dirigeants (Figure 11).

Cette façon de faire démontre que les sociétés (et leurs conseillers en rémunération) souscrivent à la thèse que le « talent de direction » est générique et transportable et donc leur PDG pourrait raisonnablement être recruté par nombres d'entreprises provenant d'industries très différentes. Quand il s'agit de comparer les performances, alors, il paraît normal de se limiter aux entreprises du même secteur industriel.

Figure 11

Pourcentage des firmes divulguant l'utilisation de deux groupes (un pour l'établissement de la rémunération et un pour l'évaluation de la performance), selon l'utilisation d'un même groupe dans les deux cas ou l'utilisation de deux groupes différents



Source : Circulaires de sollicitation de procurations par la direction tirées de SEDAR. Compilation IGOPP.

MOTIVER

Selon la thèse dominante, la rémunération serait un outil essentiel pour aligner la motivation des dirigeants et l'intérêt à long terme de la société et de ses actionnaires. Toutefois, cet alignement est complexe à établir en raison des calculs individuels, des risques d'opportunisme et des aléas de toute activité économique. Comment contrecarrer des motivations contraires aux intérêts de la société? Comment s'assurer que les rémunérations incitatives incitent vraiment à des actions favorables à l'entreprise? Comment ne pas récompenser (trop) la chance et le hasard? Comment susciter chez les dirigeants un sain équilibre entre la recherche de résultats à court terme et les intérêts à long terme de l'entreprise?

Ces questions sont complexes et les réponses qu'on tente d'y apporter le sont tout autant. Les conseillers en rémunération ont rivalisé d'imagination et d'innovation pour concocter des programmes de rémunération supposément capables de réconcilier ces objectifs divergents, mais ce fut avec un succès mitigé et au prix de la simplicité.

Avec le temps et sous pression d'investisseurs institutionnels et surtout des agences de conseil en gestion de procuration, les programmes de rémunération convergèrent vers un modèle standard de rémunération.

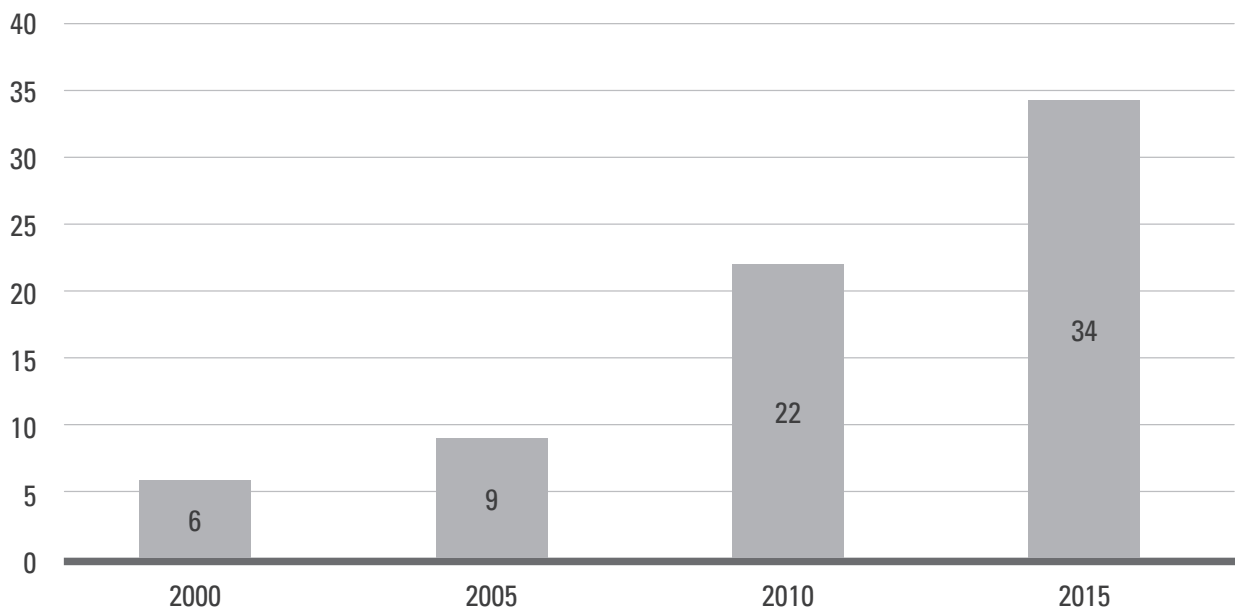
Ces développements ont suscité deux phénomènes :

1. Les explications des systèmes de rémunération devinrent plus longues, plus détaillées et se sont transformées en un véritable arcane.

Comme le montre la Figure 12, le nombre de pages consacrées à la description de la rémunération des dirigeants dans la circulaire de sollicitation de procurations par la direction a grimpé en flèche depuis une quinzaine d'années à peine.

Figure 12

Nombre moyen de pages consacrées à la rémunération dans les circulaires de sollicitation de procurations de la direction, 50 plus grandes capitalisations boursières (mai 2016) qui étaient également en activité en 2000.

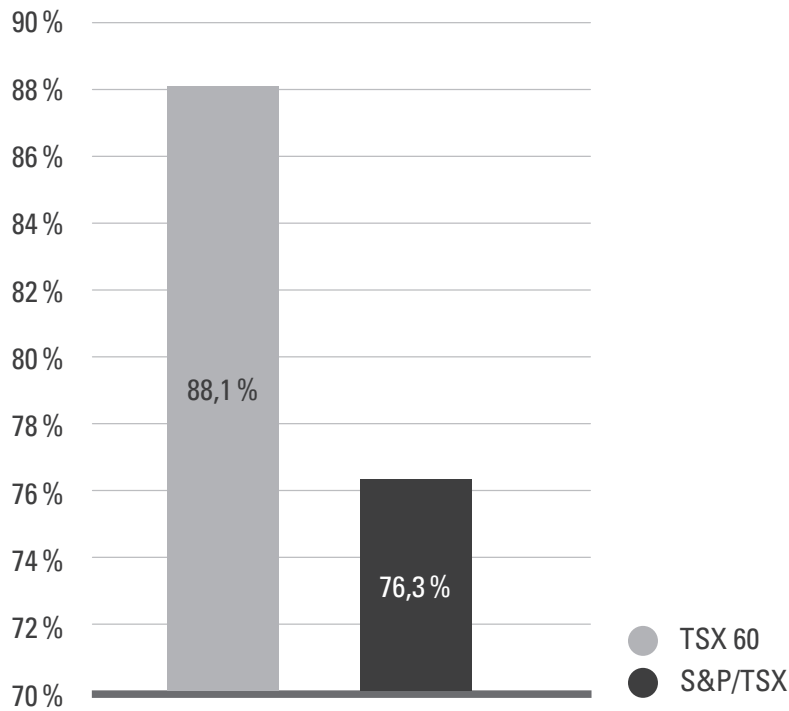


Source : Compilation IGOPP.

La complexité de cet exercice a fait en sorte que les conseils d'administration des sociétés cotées ont presque systématiquement recours à des conseillers en rémunération pour le développement de leur politique de rémunération (Figure 13).

Figure 13

Pourcentage des conseils d'administration des sociétés du TSX 60 et du S&P/TSX qui ont retenu les services d'un consultant en rémunération en 2015.

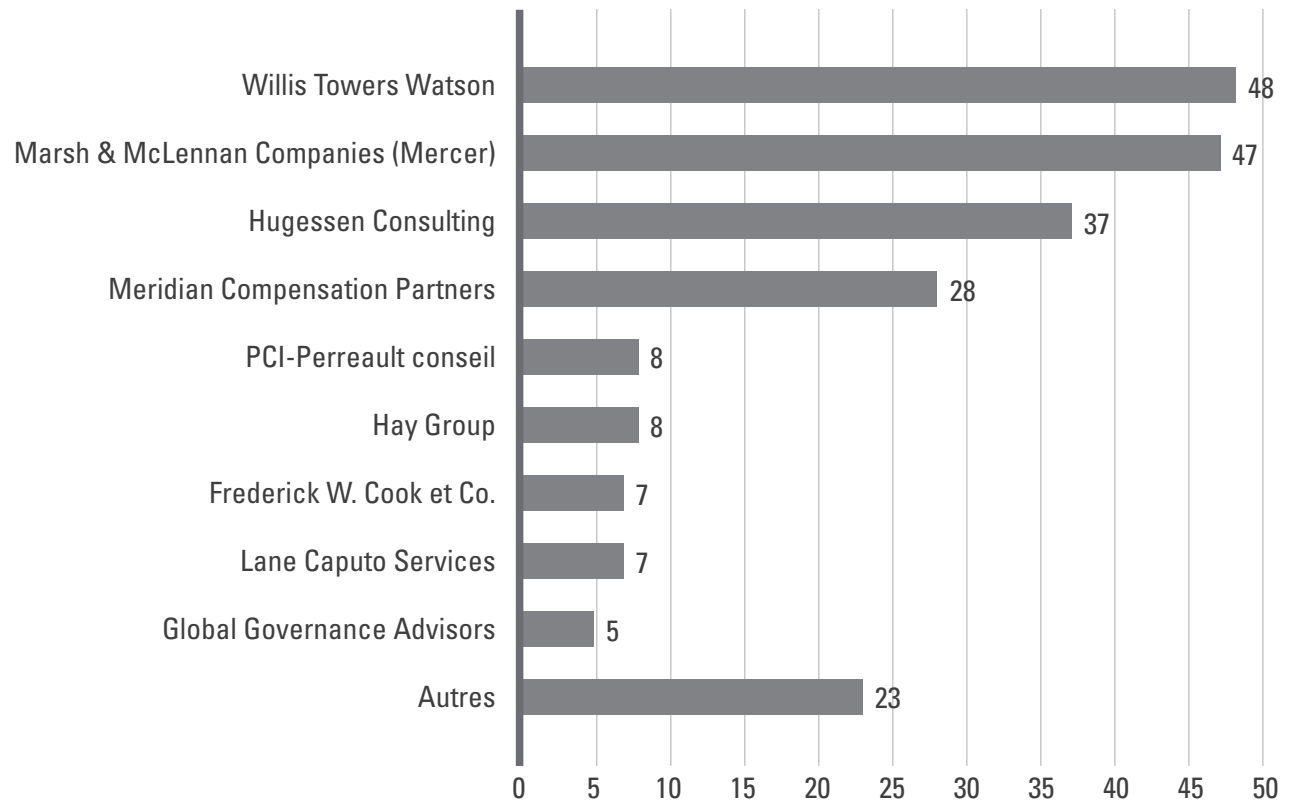


Source : Compilation IGOPP.

De façon générale, quelques sociétés de conseil se partagent une importante part du marché, comme le constate la Figure 14.

Figure 14

Nombre de sociétés du S&P/TSX selon la société de conseil retenue par le conseil d'administration en 2015



Note : plus d'un consultant peut être engagé par le conseil d'administration chaque année

Source : Compilation IGOPP.

2. Les propositions des consultants et les lignes directrices des conseillers en gestion de procurations ont abouti à une démarche de rémunération aujourd'hui standard.

Combinant salaire, primes, options d'achat d'actions, unités d'actions à droit d'exercice restreint, unités d'actions reliées à des objectifs de performance, prestations de retraite, primes en cas de changement de contrôle, etc., cet assemblage est similaire d'une entreprise à l'autre et se répète chaque année.

Seuls les quanta de la rémunération varient d'une entreprise à l'autre. Comme nous l'avons montré ci-haut, la valeur « marchande » du dirigeant est établie par une comparaison à un groupe de sociétés jugées suffisamment semblables par leur taille et leur complexité pour jouer le rôle d'un quasi-marché.

Alors, la société établira sa rémunération par comparaison (à la médiane, plus souvent au 75^e ou 90^e percentile) avec la rémunération accordée aux chefs de la direction et aux autres dirigeants de ces sociétés. Il est évident qu'une telle pratique fait en sorte que la médiane s'élèvera substantiellement d'année en année et, par conséquent, les rémunérations aussi.

Par une judicieuse sélection de ces sociétés de référence (y compris des sociétés américaines pour établir la rémunération des chefs de la direction canadiens), il est possible d'arriver à une valeur de rémunération qui plaira aux dirigeants de la société ciblée.

Pourvu qu'un fort pourcentage de cette rémunération soit « à risque », c'est-à-dire, qu'elle est liée à la performance du titre ou n'est gagnée que si certains objectifs financiers sont atteints, le programme proposé devrait satisfaire aux attentes des investisseurs ainsi qu'aux diktats d'ISS et autres. Donc, la société obtiendra un vote fortement positif sur ses politiques et pratiques de rémunération.

Toutefois, dévier de ce modèle dominant comporte des risques de critiques, voire de fronde des investisseurs.

Rémunération « à risque »

Par rémunération dite « à risque », on entend toutes les formes de rémunération dont le montant éventuellement reçu par le dirigeant dépend de la valeur du titre sur les marchés boursiers ou de l'atteinte de certains objectifs de performance. Dans le contexte actuel de la rémunération, seulement le salaire de base n'est pas considéré « à risque ». Aussi, comme l'ont montré les Figures 1 et 5, la rémunération « à risque » dépasse les 80 % de la rémunération totale, ce qui continue de représenter le meilleur argument en défense des hautes rémunérations, même s'il s'agit d'un sophisme.

Essentiellement, toute forme de rémunération autre que le salaire est considérée à risque. Il faut comprendre par cette expression que la somme qui sera effectivement gagnée est *variable* en fonction de la valeur du titre et de certaines mesures de performance. Voici la réalité pour une entreprise typique en 2016:

- La *prime incitative* annuelle représente 22 % de la rémunération totale du PDG; cette prime est assujettie à des objectifs annuels souvent assez détaillés, incluant la pondération des différents objectifs; ce qu'il faut noter, c'est que cette prime peut varier habituellement entre 0 % et 150 % du salaire du dirigeant; cette prime n'a que peu ou pas de probabilité de s'établir à zéro en fait;

il serait plus juste de considérer qu'une partie de la prime est à risque; par exemple, quelle serait la prime à 75 % d'atteinte des objectifs versus la prime payée. Il est incorrect de considérer tout le montant de la prime comme « à risque » alors que l'historique des primes payées montre que celle-ci ne fut jamais nulle.

- La rémunération incitative à « long terme » représente 63 % du total est répartie comme suit:
 - **Unités d'action à exercice différé** (50 % de la rémunération à long terme du PDG); or, ces unités sont acquises au terme de trois années sans autre condition et bénéficient de l'accumulation de dividendes au taux payé aux actionnaires; comment prétendre que le montant total est à risque; estime-t-on probable que la valeur du titre dans trois ans soit zéro? Bien sûr que la valeur réalisée selon cette composante dépend de la valeur du titre, mais le montant total est-il vraiment « à risque »?
 - **Unités d'action reliées à un critère de performance** (25 % de la rémunération à long terme); ces unités sont assujetties à un critère de performance (disons les flux de trésorerie) sur trois ans; encore ici, le dirigeant peut se mériter de 0 % à 125 % des unités accordées au terme de trois ans. La probabilité que la performance réalisée ne résulte en aucune unité gagnée est bien improbable. Une fois gagnées, ces unités accumulent les dividendes payés aux actionnaires.
 - **Options sur le titre** (25 % de la rémunération à long terme); ces options sont acquises au terme de trois ans sans autre condition (sauf que le détenteur doit être à l'emploi de la société au moment de leur acquisition). Évidemment, la valeur des options peut être nulle si le prix de l'action tombe et se maintient sous la valeur d'exercice de l'option. Justement la valeur attribuée aux options tient compte de ce risque par le truchement de modèles d'évaluation comme le Black-Scholes-Merton, la méthode du treillis binomial, ou les simulations Monte-Carlo ⁵.

Donc, pour cette société (et la plupart des autres), **le long terme signifie trois ans**⁶ et la rémunération est « à risque » dès que le montant éventuellement gagné est variable. Ne serait-il pas plus approprié de ne considérer à risque qu'une partie de la prime annuelle et une partie des unités assujetties à des critères de performance? Cette partie à risque pourrait être établie sur la base des résultats passés pour ces composantes.

⁵ Ces modèles ne produisent qu'une approximation de la valeur de ces options. Le choix de méthode d'évaluation des options est un sujet complexe qui déborde les fins de ce document.

⁶ En fait cette définition du long terme est attribuable en bonne partie aux règles fiscales s'appliquant aux régimes d'unités d'actions réglables en espèces. Afin de ne pas être considéré aux fins fiscales comme un salaire différé, le règlement en espèces de ces unités d'actions doit survenir pas plus de trois ans après la date de leur octroi.

Même si on considérait 100 % de ces trois composantes (prime annuelle, unités d'actions liées à la performance et les options sur le titre) comme « à risque », on obtiendrait que **53 %** de la rémunération de ce dirigeant est à risque (22 % plus (50 %x63 %)) et non pas **85 %**, comme s'en réclame la société. Peut-être serait-il plus juste de déclarer que 85 % de la rémunération déclarée pour le PDG est **variable** et pourrait résulter en une rémunération versée bien au-dessus ou en deçà des montants attribués cette année-ci.

Évidemment, ce programme, renouvelé chaque année, découle en une énorme accumulation de richesse pour les dirigeants.

Il importe de préciser également que la rémunération « officielle » divulguée annuellement n'est pas égale aux montants encaissés durant une année particulière. Pour établir ce montant, il faut connaître à quel niveau les objectifs de performance établis au départ (parfois deux ou trois ans plus tôt) ont été atteints (ou dépassés). En fait, les montants encaissés au cours du dernier exercice doivent inclure l'exercice d'options ou d'unités d'actions. Cette information est disponible dans les rapports de la société, mais difficile à recouper.

L'évaluation des unités d'actions dépend de leur nature : sont-elles gagnées par le strict passage du temps ou sont-elles assujetties à la réalisation d'objectifs de performance internes ou externes, etc. Or, le calcul détaillé pour arriver aux montants inscrits aux tableaux de la rémunération provenant d'unités d'actions est rarement explicite. Il n'est certes pas notre intention d'allonger les textes sur la rémunération dans la circulaire annuelle, mais le lecteur devrait être informé de la démarche pour produire les sommes montrées dans le cas des unités d'actions (avec ou sans conditions de performance).

Il arrive que des sociétés ajoutent un facteur traduisant la probabilité d'atteinte ou non des cibles de performance (par exemple, une du TSX 60 multiplie la valeur nominale obtenue par 0,75, puisque le consultant en rémunération (?) évalue à 75 % la probabilité que les dirigeants atteignent la totalité des objectifs fixés. D'autres sociétés procèdent-elles ainsi sans le divulguer?

Mesures de performance

Parmi les critères de performance servant d'objectifs à atteindre pour se mériter une certaine partie de la rémunération, on remarque une forte dominance du *rendement total pour les actionnaires*, une constatation, bien étayée au Tableau 1. Quelque 70 % des sociétés du TSX 60 en font leur critère principal en 2015. Ce fait témoigne de l'influence des agences de gestion de procuration, au premier chef, ISS, dont c'est le cheval de bataille.

Le choix de cette mesure résulte également de la difficulté d'établir des objectifs de performance à long terme (3 ans ou plus) qui ne soient pas vulnérables aux contextes économique et industriel, aux acquisitions, aux prix internationaux pour les denrées, aux changements technologiques, etc. Le rendement total des actionnaires (RTA), relatif à un groupe d'entreprises de la même industrie, sembla une solution raisonnable.

Évidemment, la notion de même industrie s'avéra problématique, surtout au Canada. (Marsteller, Ellerman, and Brindisi, March 2017)

Tableau 1

Pourcentage des sociétés du TSX 60 utilisant certains critères de performance pour la rémunération en actions de leur chef de la direction, 2011-2015

Critères de performance	2011	2012	2013	2014	2015
Valeur ou rendement de l'action	60 %	58 %	63 %	66 %	70 %
Mesures propres à l'industrie	24 %	22 %	33 %	25 %	26 %
Mesures de bénéfices par action (BPA)	22 %	24 %	22 %	23 %	18 %
Mesures qualitatives	14 %	22 %	20 %	21 %	16 %
Rendement sur le capital investi	14 %	18 %	20 %	17 %	12 %
Mesures de liquidités	12 %	12 %	14 %	8 %	11 %
Rendement sur les capitaux propres	16 %	16 %	16 %	13 %	9 %

Source : Circulaires de sollicitation de procurations par la direction tirées de SEDAR. Compilation IGOPP.

Rachats d'actions et rémunération

Il est de plus en plus apparent que le RTA et le BPA comme objectifs établis pour que la direction mérite pleinement les rémunérations attribuées puissent facilement inciter à des formes d'ingénierie financière, par exemple les rachats d'actions.

Ces deux mesures s'avèrent de puissants incitatifs aux mesures d'ingénierie financière pour stimuler la valeur du titre en plus d'être faiblement corrélées à la performance à long terme de la société⁷.

7 Pour une démonstration de ce fait, voir IRRCi Research Report 2014).

En fait, une recherche récente conclut ce qui suit :

Vesting equity is positively associated with the probability of a firm repurchasing shares, the amount of shares repurchased, and the probability of the firm announcing a merger and acquisition (M&A). When vesting equity increases, stock returns are more positive in the two quarters surrounding both repurchases and M&A, but more negative in the two years following repurchases and four years following M&A.... This paper shows that the impending vesting of equity may lead CEOs to take myopic actions –actions that boost the short-term stock price at the expense of long-term value.

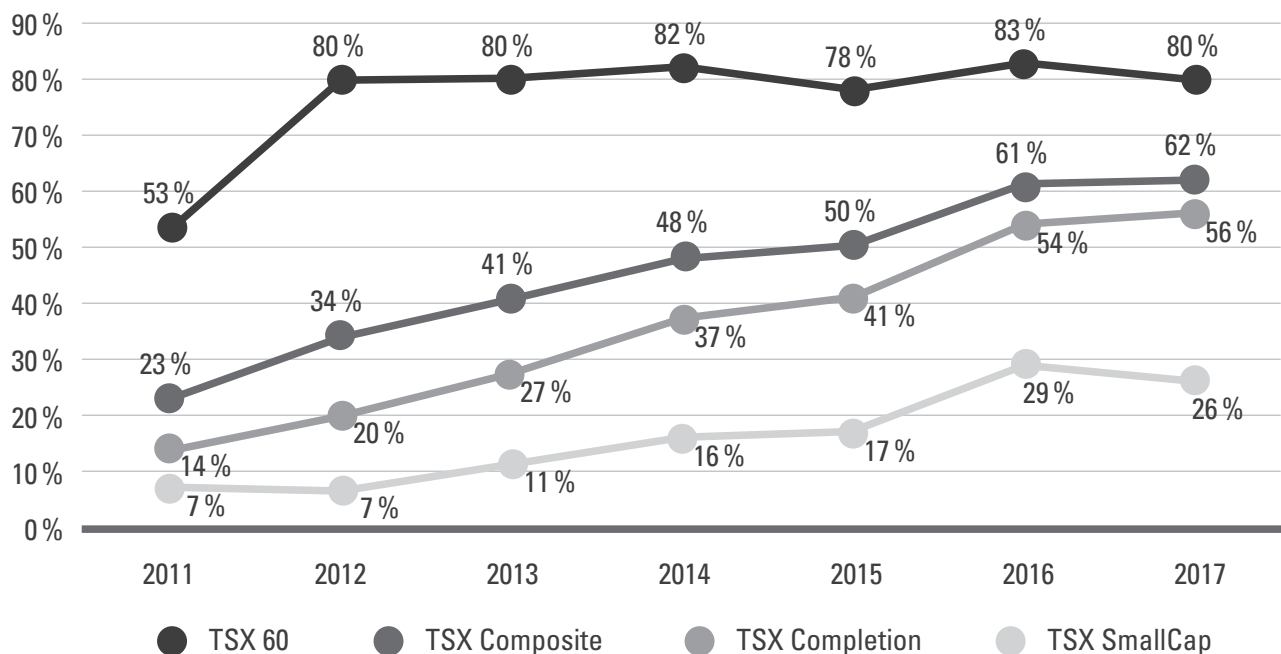
(Edmans, Fang, and Huang, 2017)

Le vote consultatif sur la rémunération des dirigeants

Le concept d'un vote consultatif par les actionnaires sur la rémunération, obligatoire aux États-Unis depuis 2010, s'est aussi répandu au Canada de sorte qu'en 2017 près de 80 % des sociétés du TSX 60 et 62 % des sociétés du S&P/TSX avaient adopté cette pratique (Figure 15).

Figure 15

Pourcentage des sociétés du TSX 60 et du S&P/TSX qui ont tenu un vote consultatif sur la politique de rémunération des dirigeants 2011-2017.



Source : Davies Ward Phillips & Vineberg LLP. Governance Insights 2017 (octobre 2017).

Par ailleurs, comme en témoigne le Tableau 2, l'appui donné aux politiques de rémunération des dirigeants s'avère en 2016, comme pour les années précédentes, très élevé avec un vote médian de 94,2 %. Seules quatre sociétés ont reçu 20 % ou plus de votes négatifs et une seule pour laquelle le vote fut majoritairement négatif (Eldorado Gold Corporation).

Tableau 2

Pourcentage de vote positif sur la rémunération des hauts dirigeants des entreprises du TSX 60

Moyenne	Médiane	Maximum	Minimum
90,71 %	94,20 %	98,27 %	43,13 %

Source : Rapports des résultats des votes tirés de SEDAR. Compilation IGOPP.

Ces résultats ne sont guère surprenants pour deux raisons :

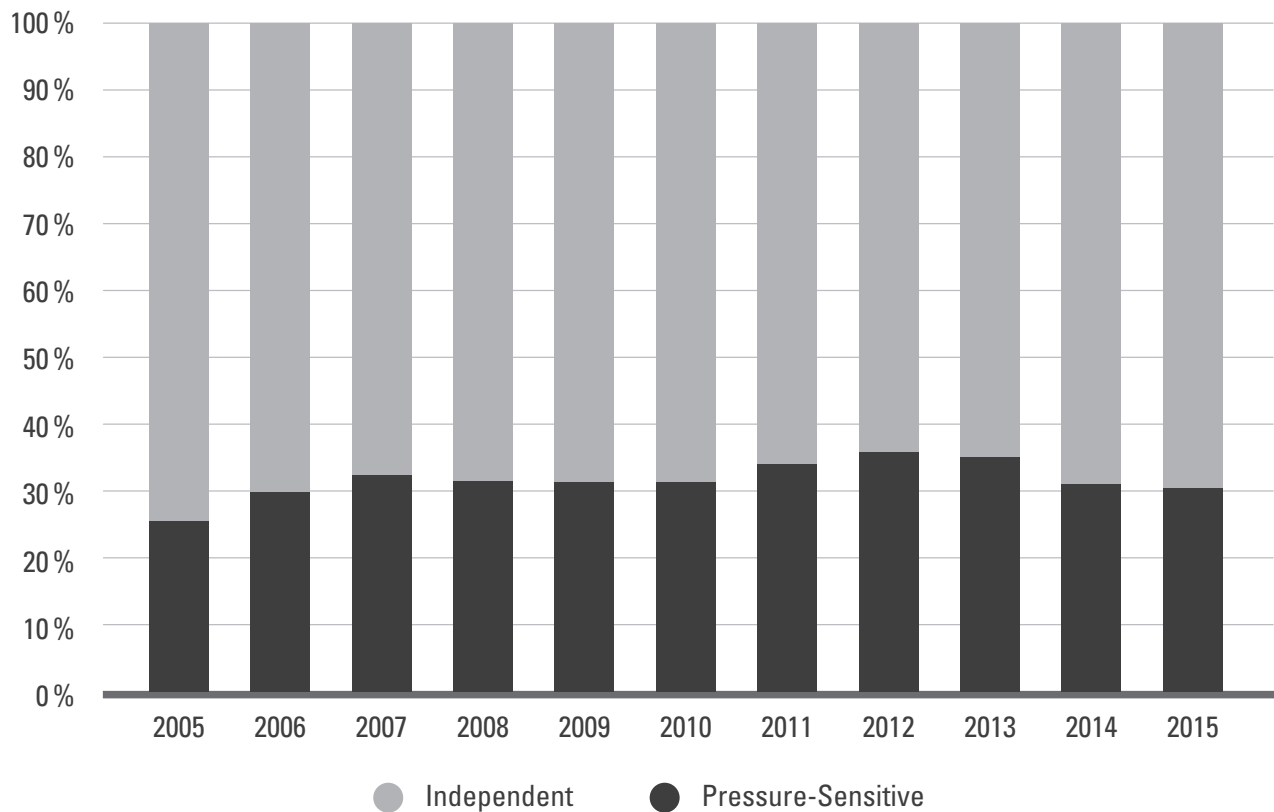
- Les agences de conseil en gestion de procurations formulent des recommandations annuellement sur les standards que devraient adopter les entreprises en matière de rémunération. Compte tenu de leur influence, et du risque associé à un vote négatif, les sociétés cotées tendent donc à utiliser des formes de rémunération satisfaisant aux diktats de ces agences, ce qui contribue à une uniformisation rassurante des démarches de rémunération;
- Le processus de vote sur la rémunération comporte une grande inertie, un biais important en faveur d'un vote positif. En effet, dans la mesure où des gestionnaires de fonds (wealth management), des fonds mutuels, des fonds indiciels⁸ se sentent obligés d'exercer ce droit de vote, mais n'ont ni le temps ni l'intérêt pour évaluer soigneusement les aspects de la rémunération, ils s'en remettent à l'avis d'ISS ou de Glass Lewis (en supposant qu'ils souscrivent à leurs services) ou voteront tout simplement pour la direction. Enfin, près du tiers des investisseurs institutionnels canadiens sont considérés comme susceptibles de céder aux pressions que l'on peut exercer sur eux (voir Figure 16).

⁸ Les grands fonds indiciels gérés par Blackrock et Vanguard par exemple se réclament d'être proactifs et de prendre position sur les enjeux de rémunération; or Blackrock étant elle-même une société ouverte soumise au même contexte que les autres sociétés souffre, prétendent certains investisseurs, d'un certain conflit d'intérêts en raison des rémunérations versées à leur propre PDG; ils en veulent pour preuve que Blackrock vote avec la direction sur le « say-on-pay » dans 99 % des cas (alors que la moyenne de 200 fonds est de 89 %). Quant à Vanguard, l'examen que nous avons fait des centaines de propositions d'actionnaires pour les sociétés du S&P 500 montre que Vanguard vote avec la direction dans plus de 98 % des cas; les seules exceptions apparaissent pour les propositions visant à éliminer les actions à vote multiple ou proposant de donner aux investisseurs accès aux procurations pour la nomination des administrateurs. *Nous n'avons décelé aucun cas où Vanguard aurait voté contre la direction sur des questions de rémunération en 2016.*

Puisque collectivement ces intervenants détiennent un fort pourcentage des actions des grandes sociétés, leur vote quasi automatique en appui à la direction tend à camoufler le niveau de mécontentement des autres actionnaires et faire en sorte qu'il soit quasiment impossible d'obtenir une majorité de votes négatifs.

Figure 16

Répartition en pourcentage des investisseurs canadiens entre les institutions sensibles à la pression[†] et d'autres institutions.



[†] Les gestionnaires d'actifs et les compagnies d'assurance affiliés à la banque sont classés comme sensibles à la pression (Chen et al, 2007)

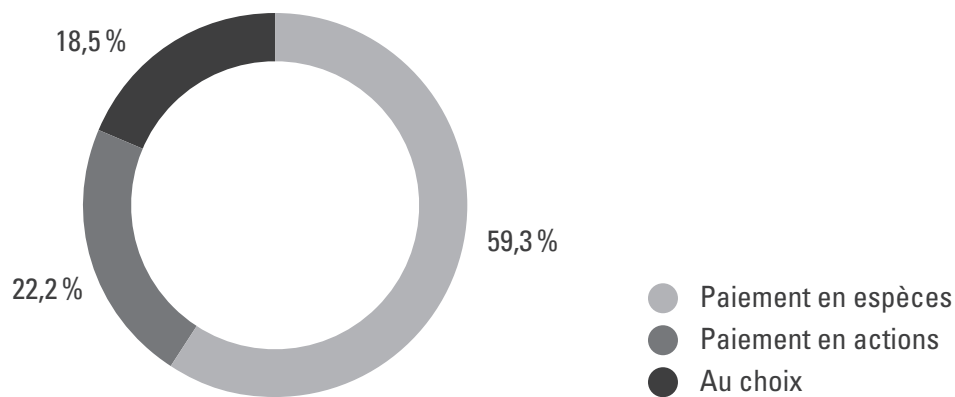
Source: Craig Doidge, Alexander Dyck, Hamed Mahmudi et Aazam Virani. *Collective Action and Governance Activism* (Août 2017). Rotman School of Management. Papier No. 2635662.

Les unités d'actions

Sans égard à la nature des programmes, les unités d'actions peuvent éventuellement être encaissées ou transformées en véritables actions, comme on le constate à la Figure 17.

Figure 17

Pourcentage des sociétés du TSX 60 selon le mode de paiement du principal régime d'attributions fondées sur des actions du chef de la direction, 2015 (excluant les sociétés qui n'offrent pas un tel régime).



Source: Compilation IGOPP.

Ainsi, la majorité des régimes sont réglés en espèces au détenteur au moment de l'exercice⁹ (ou à la fin de la période prévue, selon le cas). Pour 18,5 % des cas, les détenteurs ont le choix entre un paiement en espèces ou en actions. Fait à noter, lorsque le régime prévoit un paiement en actions (ou lorsque le choix est offert au dirigeant), ces actions seront achetées sur le marché dans la moitié des cas ou seront émises du trésor dans les autres cas, entraînant donc un effet dilutif rattaché à cette variante du régime.

⁹ Afin de ne pas être comptabilisé aux fins fiscales comme un salaire différé, le règlement en espèces de ces unités d'actions doit survenir **pas plus de trois ans après la date de leur octroi**.

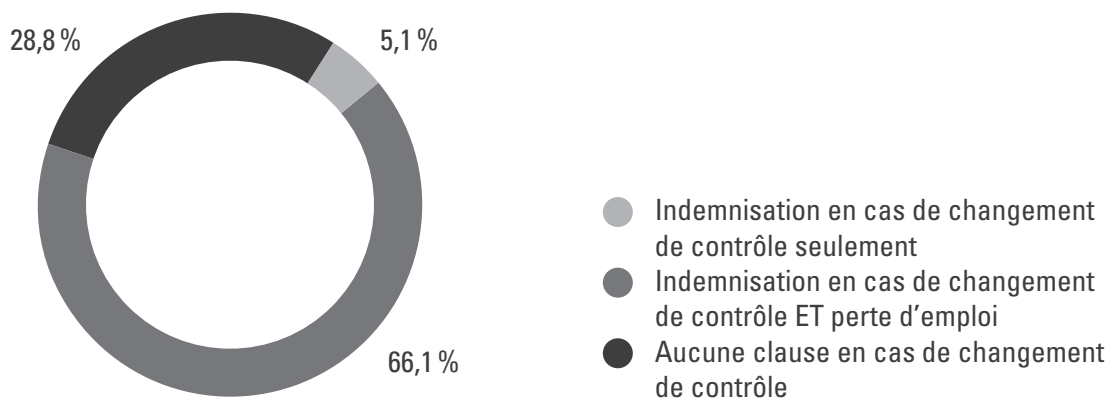
La fiscalité et le traitement comptable pour les différents types d'unités d'action sont rarement simples. (Voir à cet effet Crawford and da Silva, 2014). Selon les modalités retenues par l'entreprise au moment d'octroyer des unités d'action – présence ou non d'un critère de performance, possibilité ou non d'obtenir le paiement en espèces, conditions restrictives quant au moment de l'exercice, etc. – le traitement fiscal pourra varier ainsi que le moment retenu pour constater le revenu par le bénéficiaire pour fins fiscales.

Clauses de changement de contrôle

Quelque 71,2 % des sociétés inscrites au TSX 60 ont une clause en cas de changement de contrôle (Figure 18), dans la grande majorité des cas la clause est activée s'il y a changement de contrôle et perte d'emploi des dirigeants. La définition de changement de contrôle paraît simple : un groupe/un fonds/une autre société a acquis plus de 50 % des votes de la société. Toutefois, les clauses de changement de contrôle dans les contrats de travail de la haute direction donnent parfois un sens plus large et flexible à cette notion; par exemple, « au moins 20 % des actions ont été acquises par une personne ou des personnes agissant de concert », « un changement est apporté à la majorité (plus de 50 %) des administrateurs de la Société au cours d'une période de 12 mois ».

Figure 18

Pourcentage des sociétés du TSX 60 selon le type de clause prévue dans le contrat des chefs de la direction en cas de changement de contrôle, 2015



Source : Circulaires de sollicitation de procurations par la direction tirées de SEDAR. Compilation IGOPP.

Le Tableau 3 montre quelques statistiques intéressantes relatives à ces clauses de changement de contrôle. En effet, le PDG d'une grande société inscrite au TSX 60 peut toucher, en moyenne 17,8 millions\$ si l'entreprise qu'il dirige est vendue, soit 2,8 fois la rémunération totale divulguée. Cependant, cette somme sous-estime la valeur réelle de l'indemnisation puisqu'une acquisition comprend généralement une généreuse prime sur la valeur de l'action au moment de l'annonce. Ainsi, 50 % de cette indemnisation totale est sous-estimée d'au moins la valeur de cette prime.

Tableau 3

Statistiques sur les indemnisations en cas de changement de contrôle pour les sociétés du TSX 60 (2015)

Indemnisation totale moyenne (n=41)	17,8M\$
Proportion moyenne de l'indemnisation attribuable aux éléments de rémunération fondés sur la valeur de l'action (n=36)	50 %
Multiple indemnisation totale/rémunération totale (n=41)	2,8x

Source : Circulaires de sollicitation de procurations par la direction tirées de SEDAR. Compilation IGOPP.

Les options d'achat d'actions dont la valeur en fin d'exercice est nulle ne sont pas incluses dans l'indemnisation inscrite au tableau divulgué par les entreprises en cas de changement de contrôle. Si des options octroyées ont un prix d'exercice en deçà de la valeur du titre en fin d'exercice, mais que la vente de l'entreprise avait pour effet de rendre ces options (in the money), la valeur inscrite pourrait être grandement sous-estimée.

Une bonne pratique serait donc de divulguer le nombre d'options détenues à un prix d'exercice inférieur au prix de l'action en fin d'année dans ce même tableau pour donner un aperçu complet de l'indemnisation potentielle en cas de changement de contrôle. D'autres mécanismes devraient par ailleurs s'appliquer pour réduire cet incitatif manifeste à la vente de l'entreprise, nous y reviendrons dans nos recommandations.

Que cherche-t-on à accomplir par le biais de la rémunération ?

Clauses de récupération

Le Tableau 4 nous informe que 86,4 % des sociétés du TSX 60 avaient prévu une disposition de récupération (clawback provision) pour le chef de la direction, mais seulement 29 % de celles-ci précisait la période visée par la disposition.

Tableau 4

Statistiques sur les dispositions de récupération pour le chef de la direction pour les sociétés du TSX 60 (2015)

Pourcentage des sociétés avec une disposition de récupération	86,4 %
Pourcentage des sociétés avec disposition de récupération divulguant la période visée par la disposition	29,4 %
Période moyenne visée par la disposition	2,0 années

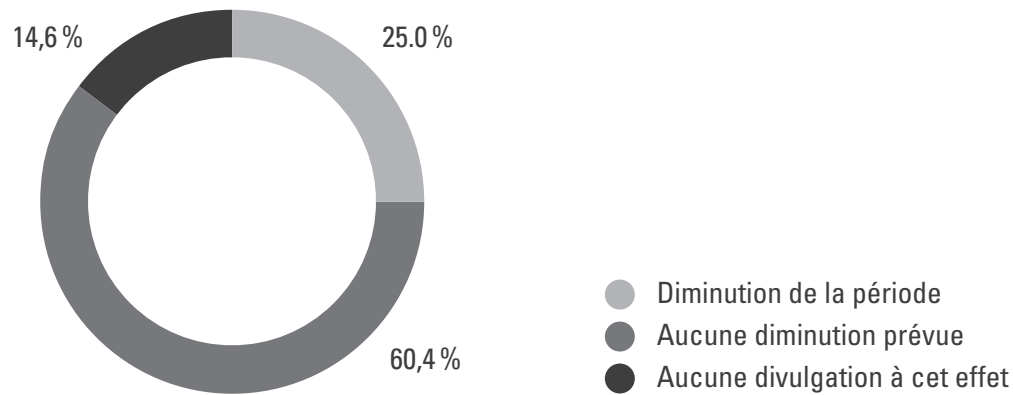
Source : Circulaires de sollicitation de procurations par la direction tirées de SEDAR. Compilation IGOPP.

Autres faits intéressants

Ainsi 25 % des sociétés du TSX 60 ayant un régime d'options prévoient une diminution de la période d'acquisition des options à la retraite du chef de la direction (Figure 19).

Figure 19

Pourcentage des sociétés du TSX 60 ayant un régime d'options d'achat d'actions, selon qu'elles prévoient ou non une diminution de la période d'acquisition des options à la retraite du chef de la direction



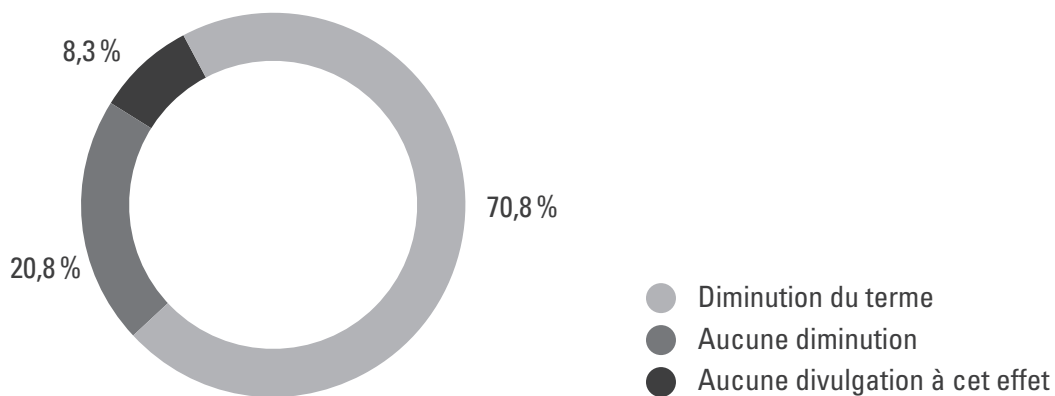
Source : Compilation IGOPP.

Toutefois 71 % d'entre elles prévoient une diminution du terme des options à la retraite du chef de la direction¹⁰ (Figure 20).

10 *Expiration date*, ils ont donc moins de temps pour exercer leurs options et profiter des variations du cours de l'action sur le marché.

Figure 20

Pourcentage des sociétés du TSX 60 selon qu'elles prévoient ou non une diminution du terme des options à la retraite du chef de la direction



Source : Compilation IGOPP.

Propositions sur la rémunération des dirigeants

Les conseils d'administration sont au premier chef responsables d'établir une rémunération équitable dont le niveau et la forme n'induisent pas des comportements néfastes pour l'entreprise et ses parties prenantes. Cette responsabilité doit demeurer celle des conseils d'administration. Toutefois, selon le jugement un peu hâtif des médias, des gendarmes de la gouvernance et autres parties, trop de conseils n'ont pas assumé pleinement cette responsabilité et ont ainsi contribué à l'érosion graduelle de la légitimité des conseils, d'abord latente, puis plus tangible après 2008.

Lorsqu'une structure de gouvernement perd sa légitimité, d'autres instances cherchent à la remplacer ou à l'encadrer. Ainsi, les fonds institutionnels, les fonds « activistes » et les gouvernements sont intervenus de façon à restreindre les pouvoirs et responsabilités historiques et juridiques impartis aux conseils en matière de rémunération. Cela s'est manifesté entre autres par :

- Le vote des actionnaires sur les rémunérations, d'abord consultatif, bientôt peut-être, contraignant;
- L'obligation, à compter de 2018 aux États-Unis et bientôt au Royaume-Uni, de divulguer le rapport entre la rémunération du PDG et la rémunération médiane payée dans l'entreprise :

Comme pour le vote consultatif (say-on-pay), démarche rendue obligatoire par la loi Dodd-Frank en 2010 aux États-Unis, mais demeurée volontaire au Canada et soumise aux propositions répétées de certains actionnaires, l'obligation américaine de divulguer ce ratio (aussi mandatée par Dodd-Frank) ne devrait pas être adoptée au Canada.

En effet, l'information ainsi divulguée relève du sensationnalisme, exige moult explications pour mettre ce ratio en contexte, défavorise certaines industries (le commerce de détail, par exemple) et en avantage d'autres (secteur des banques);

Cette mesure, si elle crée embarras et huées pour l'entreprise, suscitera des décisions qui pourraient s'avérer contraires à l'intérêt à long terme de l'entreprise et de ses parties prenantes, sans pour autant régler la question de fond. (Par exemple sous-traiter à des firmes spécialisées toutes les opérations cléricales; cela est tellement probable que la SEC a dû prévenir le coup en exigeant que le personnel ainsi déplacé soit pris en compte dans le calcul de la rémunération médiane; ou encore, si, comme au Royaume-Uni, on limite le calcul aux employés résidant dans le pays, des choix de localisation d'effectifs pourraient s'ensuivre).

Les explications de la **Securities and Exchange Commission** (SEC) quant à la façon d'établir ce ratio sont longues, complexes et sujettes à interprétation. Malgré l'affirmation de la SEC à l'effet que ce ratio " *should be designed to allow shareholders to better assess a particular registrant's compensation practices and pay ratio disclosure rather than to facilitate a comparison of this information from one registrant to another*", il est évident que cette divulgation résultera en une comparaison entre firmes et mènera à crier haro sur les sociétés en tête de liste chaque année.

Évidemment, une fois ce ratio rendu public aux États-Unis (*notons que les entreprises canadiennes inscrites à une bourse américaine ne sont pas assujetties à cette obligation*), il faut s'attendre à des pressions sur les conseils canadiens pour fournir cette information, à de nombreuses propositions d'actionnaires pour forcer l'entreprise à divulguer l'information et à des essais d'estimation de ce ratio par différents intermédiaires.

Néanmoins, parce que notre prise de position s'appuie sur le principe que le conseil doit reprendre sa pleine responsabilité pour l'établissement des rémunérations, nous faisons une proposition (proposition 9) qui respecte ce principe tout en imposant une prise en charge de cet enjeu par les conseils d'administration.

En conséquence de ces développements et de la difficulté de trancher ce véritable nœud gordien qu'est devenue la rémunération des dirigeants, les conseils d'administration naviguent entre Charybdes et Scylla sur les enjeux de rémunération.

D'un côté, ils subissent les pressions des investisseurs de toute nature et des conseillers en gestion de procurations qui souhaitent que la rémunération des dirigeants soit « raisonnable » et surtout en grande partie « à risque », arrimée au rendement pour les actionnaires et à des mesures quantitatives de performances. La société civile et les gouvernements s'inquiètent également, mais pour des raisons différentes, des effets délétères des hautes rémunérations. Les conseils ont une responsabilité, leur est-il rappelé, pour l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise, incluant les impacts environnementaux de son activité.

D'autre part, les conseils d'administration doivent satisfaire aux attentes de la haute direction et composer avec le risque, réel ou non, de perdre des personnes-clef si celles-ci jugeaient que le conseil est par trop chiche et que d'autres sociétés sauraient mieux apprécier leur talent à sa juste valeur.

La plupart des conseils d'administration ont opté pour une démarche prudente qui consiste à recommander **la forme de rémunération devenue standard conçue en partie par des conseillers en rémunération et adoptée quasi universellement.**

Cela ne surprend guère puisque les conseils d'administration sont ciblés isolément, doivent réagir au cas par cas, manquent de voix collective, ne jouissent d'aucun forum où discuter et adopter des positions communes et, s'il y a lieu, résister collectivement aux pressions des investisseurs et autres intervenants. En bref, les conseils d'administration n'ont pas d'organisme comme la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance regroupant les grands investisseurs institutionnels.

PROPOSITION 1

Ne serait-il pas utile que les présidents du conseil et les présidents de comité de Ressources humaines/Rémunération des entreprises du TSX 60 puissent se retrouver dans un forum pour discuter de ces enjeux.

À un tel forum, des propositions comme certaines contenues dans cette prise de position pourraient y être discutées et, celles faisant consensus, adoptées pour encadrer la démarche de rémunération de toutes ces grandes sociétés canadiennes.

Ces positions collectives serviraient de contrepoids aux pressions exercées isolément sur les entreprises.

À défaut d'initiatives de ce genre, les fonds institutionnels, les agences de conseil en procurations et autres intervenants continueront de s'immiscer pêle-mêle dans les décisions de rémunération des conseils d'administration; le gouvernement canadien, attentif aux initiatives des gouvernements ailleurs, sensible aux humeurs des citoyens sur ces questions, conscient des actions prises par les gouvernements des États-Unis et du Royaume-Uni et constatant la lenteur des changements, pourrait être incité à imposer des exigences universelles en matière de rémunération des dirigeants des sociétés ouvertes.

PROPOSITION 2

Les fonds institutionnels doivent devenir partie prenante de la solution aux dilemmes, paradoxes et labyrinthes que sont devenus les enjeux de rémunération. La démarche et les niveaux de rémunération qui semblent souhaitables selon les investisseurs institutionnels canadiens méritent d'être clarifiés et se distinguer des recommandations des consultants en gestion de procurations. Ces fonds doivent donner une substance concrète à leur engagement envers la gestion à long terme des sociétés dans lesquelles ils investissent.

PROPOSITION 3

Les conseils d'administration doivent demeurer entièrement imputables et responsables de l'établissement du système de rémunération des dirigeants conçu pour leur entreprise spécifique et selon le cycle d'investissement propre à leur industrie. Les conseils d'administration doivent fonder la rémunération sur la base de **facteurs qualitatifs aussi bien que quantitatifs** qu'ils considèrent de première importance pour le bien-être **à long terme** de la société; les conseils sont responsables d'établir les indicateurs, critères et objectifs de performance qui sont appropriés **pour leur entreprise spécifique**, de s'assurer que les objectifs établis sont suffisamment exigeants et de déterminer dans quelle mesure ils ont été atteints.

PROPOSITION 4

Le conseil doit s'assurer de relier la rémunération variable **à des mesures de performance à long terme**¹¹ **qualitatives, quantitatives et majoritairement internes** (EVA, le bénéfice économique, le rendement sur les actifs économiques¹², mesures environnementales, sécurité au travail, engagement du personnel, mesures de performance auprès d'autres parties prenantes).

11 Flammer and Bansal (2014) ayant étudié l'impact des rémunérations liées à des mesures à long terme concluent: *"We find that return on assets (ROA), net profit margins (NPM), and sales growth all increase in the long run. Interestingly, all three measures decrease in the short run. This pattern suggests that managers invest in long-term projects that are costly in the short run, but pay off in the long run"*
Pour un appui empirique aux mesures proposées ci-haut, comme EVA et le rendement sur les actifs économiques, voir IRRCi Research Report 2014).

12 Il est important de noter que *cette mesure est insensible aux rachats d'action ou financement hors bilan* pourvu que les actifs économiques soient définis comme le fonds de roulement (à l'exclusion des liquidités et placements à court terme) plus les actifs économiques à long terme.

PROPOSITION 5

Il est urgent d'abandonner le principe selon lequel que la rémunération du PDG est établie selon les rémunérations versées aux dirigeants d'entreprises semblables par leur taille, leur chiffre d'affaires, etc. C'est le maillon faible de toute la démarche actuelle de rémunération qui a mené à une augmentation quasi automatique des rémunérations. Les sociétés devraient utiliser, s'il y a lieu et pertinence, des groupes d'entreprises-témoins pour fins de comparaison de certains paramètres de performance interne **et non pas comme une sorte de « quasi-marché » du talent.**

PROPOSITION 6

Dans la mesure où la société a adopté une démarche de vote consultatif sur la rémunération ou est soumise à un tel vote, le conseil devrait être tenu d'expliquer quels ajustements seront apportés **lorsque cette consultation résulte en 20 % ou plus de votes négatifs.** Ce pourcentage tient compte de la grande inertie dans le système, ainsi que décrite plus haut.

PROPOSITION 7

Les arrangements **en cas de changement de contrôle** devraient comporter les aspects suivants : seules les options et les unités-actions exerçables au moment de l'offre pourront être encaissées, **mais au prix de l'action qui prévalait 90 jours avant l'annonce publique d'une offre d'achat** pour l'entreprise; en sus de ces montants, les autres conditions financières pour les dirigeants exclus, sans faute de leur part, de la nouvelle direction, **ne devraient pas être supérieures à deux fois le montant moyen de leurs salaires et bonis au cours de trois dernières années.**

PROPOSITION 8

Pas d'octrois d'options (sauf dans des circonstances exceptionnelles comme un redressement)¹³ et **l'attribution d'unités d'actions ne devrait pas être un rite annuel; les unités devraient être attribuées au moment où un dirigeant assume un poste ou est promu et le niveau de telles unités devrait être revu aux trois ans seulement;** ces unités d'actions ne devraient être exerçables qu'au terme d'un nombre d'années **établi selon le cycle d'investissement et de gestion de l'industrie à laquelle l'entreprise appartient;** selon les situations, le terme pourrait être 1 an, 3 ans, 5 ans, voire 10 ans!

13 L'argument, souventes fois invoqué, indiquant que les petites sociétés dans leur phase de développement se servent des options comme forme de rémunération, économisant ainsi leur précieuse trésorerie. L'argument mérite considération, mais n'est pas entièrement convaincant; l'entrepreneur-fondateur peut tout aussi bien donner de ses actions (ou unités d'actions, actions fantômes, etc.) au personnel indispensable.

PROPOSITION 9

Le conseil devra déclarer dans la **Circulaire de sollicitation de procurations qu'il est informé du rapport entre la rémunération du PDG et la rémunération médiane dans l'entreprise ainsi que dans la société civile** et qu'il juge ce rapport approprié dans le contexte de l'entreprise, de l'industrie et des valeurs de la société.

PROPOSITION 10

Le conseil est responsable de s'assurer que les dirigeants **ne peuvent bénéficier de la plus-value de leurs options ou unités d'actions provoquées essentiellement par des mesures financières** comme le rachat d'actions, la vente d'actifs ou autres mesures; ainsi les objectifs *quantitatifs* de performance auxquels la rémunération variable est assujettie ne devraient pas donner un poids supérieur à 25 % au rendement total pour les actionnaires (RTA ou TSR en anglais) ni à la croissance du bénéfice par actions (BPA).

PROPOSITION 11

Il est fortement recommandé que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières cherchent à réduire la longueur des textes d'explications de la rémunération. **Ainsi, il serait souhaitable que la divulgation d'informations concernant la rémunération porte sur les aspects suivants:**

- Ainsi que l'exige le règlement 51-102 (Tableaux 4.1 et 4.2) des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, indiquer chaque année pour les 5 dirigeants la valeur marchande des options ou unités d'actions attribuées au cours des trois dernières années **en montrant comment et selon quelles hypothèses cette valeur a été établie** ;
- Montrer la valeur des options accordées (s'il y a lieu) si, au moment où ces options deviendront exerçables, le prix de l'action devait **s'établir à un et deux écarts-types¹⁴ au-dessus du prix d'exercice** ;
- Montrer la valeur des unités reliées au prix de l'action si, au moment où ces actions pourraient être encaissées, le prix de l'action **s'établissait à un et deux écarts-types au-dessus ou en dessous du prix au moment de leur attribution** ;

14 L'écart-type est une mesure statistique de volatilité établie pour le prix de l'action de la société au cours des trois dernières années; cette mesure sert déjà pour établir la valeur des options sur le titre selon Black-Scholes-Merton ou par la méthode du treillis binomial.

- Indiquer chaque année le montant total **en espèces** effectivement encaissé provenant de toute source au cours de l'exercice financier par chacun des 5 dirigeants; cette information peut être colligée par des recoupements longs et complexes; elle devrait être fournie dans un tableau simple et synthétique;
- La notion de rémunération « à risque » **devrait être remplacée par le concept, plus juste, de « rémunération variable »**;
- La société devrait expliquer la **disposition de récupération** (claw-back) ainsi que les situations rendant légitimes un rappel des sommes (versées ou non), pour une période deux ans, même après un départ vers une autre entreprise ou à la retraite;
- Au moment du départ à la retraite ou pour toute autre raison, **aucune option ni aucune action ne peuvent continuer de s'accumuler pour le dirigeant après son départ**; quant aux actions et options exerçables au moment de son départ, le dirigeant sortant **devra les encaisser un an ou moins après la date de son départ**.

PROPOSITION 12

Certaines règles fiscales devraient être revues pour en éliminer les effets de distorsion, par exemple le traitement des gains sur options comme un gain de capital ou encore la règle qui fait que des unités d'actions réglées en espèces ne peuvent avoir un terme de plus de trois ans.

Conclusions

—

Cette prise de position se veut un appel pressant à une remise en question de la démarche devenue standard et conventionnelle pour établir la rémunération des dirigeants d'entreprises publiques.

Cette démarche, rassurante en raison du nombre de ses adhérents, ne prend en compte aucune particularité de l'entreprise, de son industrie, de son modèle d'affaires, de son horizon de gestion et ses propres leviers de création de valeur. Elle enferme les sociétés dans un moule fabriqué par les conseillers en rémunération, lequel produit de hautes rémunérations, satisfait aux attentes des investisseurs et aux diktats des gendarmes de la gouvernance, mais ne fait pas ce que la rémunération devrait faire.

Cette démarche s'appuie sur des hypothèses en grande partie factices et sans appui empirique : une forte mobilité des dirigeants d'une entreprise à l'autre; la transférabilité du talent de gestion d'une entreprise à une autre, d'une industrie à une autre, la rémunération « à risque » comme facteur de motivation à de hautes performances; une sous-estimation du rôle de la chance et du hasard dans la vie des organisations; un groupe d'entreprises bien sélectionnées pouvant servir de quasi-marché du talent de direction, etc.

Les conseils d'administration des grandes entreprises publiques doivent se doter de mécanismes pour aborder de façon collective les moyens, mesures et démarches susceptibles de changer ce système. Il y va de leur légitimité et de leur crédibilité.

Cette prise de position met de l'avant un certain nombre de propositions dont l'adoption, pensons-nous, ferait évoluer positivement l'encadrement des rémunérations. Il est probable que les changements nécessaires surviendront de façon graduelle, mais le but est clair : en arriver à des systèmes de rémunération conçus par le conseil d'administration pour leur entreprise bien spécifique, prenant en compte l'ensemble des parties prenantes de la société et suscitant une gestion à long terme de l'entreprise.

Références

—

- Allaire, Yvan. *Payer pour la valeur ajoutée: Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants*, Institut sur la gouvernance d'organisations publiques et privées (IGOPP), 2012, <https://igopp.org/payer-pour-la-valeur-ajoutee-2/>
- Baum, Alex, Hale Robert, Morfit Mason, Larcker David F. et Tayan Brian. *An Activist View of CEO Compensation*, Rock Center for Corporate Governance, Stanford University Closer Look Series-CGRP-65, Avril 2017, https://www.activistinsight.com/research/An%20activist%20view%20of%20CEO%20compensation_260417112630.pdf?x83756
- Clifford, Steven. *The CEO Pay Machine*, Blue Rider Press, 2017
- Cooper, Michael J., Gulen Huseyin et Rau P. Raghavendra. *Performance for Pay? The Relation Between CEO Incentive Compensation and Future Stock Price Performance*, novembre 2016, <http://online.wsj.com/public/resources/documents/CEOperformance122509.pdf>
- Crawford, David et Bridget da Silva. *Equity-Based Alternatives to Stock Options: Discussion Brief*, CPA Institute, 2014
- Davies Ward Phillips & Vineberg LLP. *Davies Governance Insights 2017*, octobre 2017,
- Doidge, Craig, Dyck I. J. Alexander, Mahmudi Hamed et Virani Aazam. *Collective Action and Governance Activism*, Rotman School of Management, Papier No. 2635662, août 2017
- Edmans, Alex, Fang Vivian W. et Huang Allen. *The Long-Term Consequences of Short-Term Incentives*, European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance, Paper No. 527/2017, septembre 2017, http://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/edmans-fang-huang.pdf
- Edmans, Alex, Gabaix Xavier et Jenter Dirk. *Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence*, juillet 2017, http://personal.lse.ac.uk/jenter/Handbook_20170713P.pdf
- Elson, Charles M. et Ferrere Craig K. *Executive Superstars, Peer Groups and Overcompensation: Cause, Effect and Solution*, août 2012, http://tcbblogs.org/public_html/wp-content/uploads/Elson_Ferrere_Paper.pdf
- Flammer, Caroline et Bansal Pratima. *Does a Long-Term Orientation Create Value? Evidence from a Regression Discontinuity*, septembre 2016, <https://sites.insead.edu/facultyresearch/research/file.cfm?fid=56912>
- Frydman, Carola et Jenter Dirk. *CEO Compensation*, Annual Review of Financial Economics Vol. 2 p. 75-102, décembre 2010, <http://web.mit.edu/frydman/www/COMP%20SURVEY%2008-02-10.pdf>

- Governance Insights Center et PwC. *Boards, shareholders, and executive pay*, juillet 2016, <https://www.pwc.com/us/en/governance-insights-center/publications/assets/pwc-executive-compensation-series-boards-shareholders-and-executive-pay.pdf>
- IRRC Institute et Organizational Capital Partners. *The Alignment Gap Between Creating Value, Performance Measurement, and Long-Term Incentive Design*, 2014, <http://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2015/09/alignment-gap-study1.pdf>
- Larcker, David F., McCall Allan L. et Ormazabal Gaizka. *Outsourcing Shareholder Voting to Proxy Advisory Firms*, octobre 2014, http://www.shareholderforum.com/access/Library/20130510_Larcker-McCall-Ormazabal.pdf
- Leblanc, Richard, éditeur avec John Fraser. *The Handbook of Board Governance: A Comprehensive Guide for Public, Private, and Not for Profit Board Members*, 2016
- Meridian Compensation Partners, LLC et Equilar. *2016 CEO Pay Trends*, juin 2016, <http://www.meridiancp.com/wp-content/uploads/Equilar-CEO-Pay-Trends-Report.pdf>
- Pay Governance LLC. *Considering Performance Stock Options*, mars 2017, <http://paygovernance.com/considering-performance-stock-options/>
- SEDAR [En ligne], Canada, 2017, <http://www.sedar.com/>
- Seeking Alpha. *How To Fix Executive Compensation And CEO Pay In Corporate America*, janvier 2017, <https://seekingalpha.com/article/4037791-fix-executive-compensation-ceo-pay-corporate-america>
- Spencer Stuart. *2016 Canadian Spencer Stuart Board Index*, 2016, <https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/spencer-stuart-canadian-board-index-dec-2016.pdf>
- Spencer Stuart. *2016 CEO Transitions*, 2017, https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/sp500-ceo-transitions_q1_q2_q3_q4_2016_22feb2017.pdf
- Spencer Stuart. *2016 Spencer Stuart Board Index: A Perspective on U.S. Boards*, 2016, <https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/spencer-stuart-us-board-index-2016.pdf>
- Statistique Canada. Tableau 383-0030: *Statistiques du travail par industrie du secteur des entreprises et par activité non-commerciale conformes aux comptes des industries, provinces et territoires, annuel *Archivé**, 1997 à 2015, CANSIM (base de données), 2017, <http://statcan.gc.ca/>

-
- Statistique Canada. Tableau 383-0033: *Productivité du travail et mesures connexes par industrie du secteur des entreprises et par activité non-commerciale, conformes aux comptes des industries, provinces et territoires, annuel (emplois), 1997 à 2016*, CANSIM (base de données), 2017, <http://statcan.gc.ca/>
 - US Department of Labor. *Quarterly Census of Employment and Wages*, Bureau of Labor Statistics, 2017

À propos de l'IGOPP

Créé en 2005 par deux établissements universitaires (HEC Montréal et l'Université Concordia-École de gestion John-Molson) ainsi que par l'Autorité des marchés financiers et la Fondation Stephen Jarislowsky, l'Institut sur la gouvernance (IGOPP) est devenu un centre d'excellence en matière de gouvernance. De plus, l'IGOPP est unique en Amérique du Nord par ses activités de recherche, ses programmes de formation, ses prises de position et ses interventions dans les débats publics.

L'IGOPP s'est affirmé comme référence incontournable pour tout sujet de gouvernance tant dans le secteur privé que dans le secteur public.

NOTRE MISSION

- Renforcer la gouvernance fiduciaire dans le secteur public et privé ;
- Faire évoluer les sociétés d'une gouvernance strictement fiduciaire vers **une gouvernance créatrice de valeurs®** ;
- Contribuer aux débats et à la solution de problèmes de gouvernance par des prises de position sur des enjeux importants ainsi que par une large diffusion des connaissances en gouvernance.

NOS ACTIVITÉS

L'Institut exerce son influence par les activités suivantes :

- **Les prises de position**
- **La recherche et les publications**
- **Des séminaires sur la gouvernance créatrice de valeurs®**
- **L'évaluation des conseils et des interventions sur des enjeux de gouvernance**

Membres du conseil d'administration

Présidé par le professeur Yvan Allaire, figure bien connue du monde des affaires, le conseil d'administration de l'Institut réunit **des leaders provenant de différents milieux, soit des chefs de grandes et petites entreprises, d'investisseurs institutionnels, des dirigeants d'organismes publics et parapublics, des chercheurs universitaires et des experts en matière de réglementation.**



Isabelle Courville

Présidente du conseil d'administration
Banque Laurentienne



Paule Doré

Administratrice de sociétés



Stephen Jarislowsky

Fondateur et président émérite du conseil
Jarislowsky Fraser Limitée



Andrew T. Molson

Président du conseil
RES PUBLICA



Michel Nadeau

Directeur général
Institut sur la gouvernance (IGOPP)



Guylaine Saucier

Administratrice de sociétés



Yvan Allaire, Ph. D. (MIT), MSRC

Président exécutif du conseil d'administration
Institut sur la gouvernance (IGOPP)
Professeur émérite de l'UQÀM



Hélène Desmarais

Présidente du conseil et chef de la direction
Centre d'entreprises et d'innovation
de Montréal



Robert Greenhill

Fondateur
Canada Global



Michel Magnan, Ph. D., MSRC, FCPA, FCA, ASC

Professeur et titulaire de la chaire de
gouvernance d'entreprise Stephen A. Jarislowsky
École de gestion John Molson, Université Concordia



Louis Morisset

Président et directeur général
Autorité des marchés financiers



Robert Parizeau

Président du conseil
AON Parizeau



Sebastian van Berkomp

Président et chef de la direction
van Berkomp & Associés

Les prises de position de l'IGOPP

Les actions multivotantes :
Quelques modestes propositions

2006

Droits de vote et citoyenneté dans l'entreprise ouverte :
Une proposition

2006

L'indépendance des administrateurs :
Un enjeu de légitimité

2008

La place des femmes au sein des conseils d'administration :
Pour faire bouger les choses

2009

Vote consultative sur la rémunération des dirigeants (« say on pay »):
Un pas en avant vers une meilleure gouvernance ?

2010

Payer pour la valeur ajoutée :
Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants

2012

Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote (« proxy advisors »):
Quelques recommandations de politiques

2013

Qui devrait choisir les membres du conseil ?
Accès au processus de nomination des administrateurs par les actionnaires

2015

Pour plus d'informations et pour les mises à jour, consultez notre site web :
www.igopp.org



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

1000, rue de la Gauchetière Ouest, bureau 1410, Montréal (Québec) H3B 4W5

Téléphone 514.439.9301

| **Télocopieur** 514.439.9305

| **Courriel** info@igopp.org

| **www.igopp.org**