

*Le Say On Pay*  
Opportunité ou  
contrainte ?



## Sommaire :

### Les enjeux du Say on Pay

Principaux enseignements de l'étude Deloitte conduite auprès d'une vingtaine de sociétés cotées (CAC 40 et SBF 120) sur les débats engendrés et les postures retenues à la suite de l'introduction du *Say on Pay* dans le code de gouvernance AFEP-MEDF.

### Compléments

#### 1. Regard Européen : Situation en Grande-Bretagne

Etat des lieux après les modifications réglementaires intervenues en Grande-Bretagne, dans un pays où le *Say on Pay* est en vigueur depuis plus de 10 ans.

#### 2. Zoom sur la Directive Européenne du 9 avril 2014

Commentaires relatifs à la Directive Européenne du 9 avril 2014 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise

# Les enjeux du *Say on Pay*

La modification du code AFEP-MEDEF de juin 2013 a introduit dans la *soft-law* française, la pratique du *Say on Pay*. Ainsi, les entreprises ayant choisies de se référer à ce code de gouvernance (soit 90% des sociétés du CAC40 et du SBF120), doivent soumettre à un vote consultatif, lors de l'Assemblée Générale, une résolution relative à la rémunération des dirigeants mandataires sociaux.

Nous avons interrogé une vingtaine d'entreprises sur leur interprétation et les débats internes que cette évolution du code a entraînée.

---

Une évolution, pas une révolution

## 4. Le *Say on Pay* ne constitue pas une révolution !

Après les clarifications apportées en fin d'année 2013 par le guide d'application, la position du Haut Comité ou par l'ANSA, le *Say on Pay* n'est pas considéré comme une révolution :

- ✓ Le sujet avait déjà fait l'objet de débats et de consultations publiques.
- ✓ La communication des données relatives à la rémunération des mandataires sociaux était déjà une réalité, et la modification du code n'a pas entraîné d'obligation de transparence supplémentaire.
- ✓ En revanche, il est à noter que la démarche de vote des actionnaires conduit à une réflexion en amont, plus importante, pour les entreprises.

## 5. Un débat sur l'attitude à adopter plutôt que sur l'interprétation de la recommandation

La nature des débats n'a pas porté sur l'interprétation du texte, mais sur la posture que l'entreprise devait adopter. Le sujet avait déjà fait l'objet de débat et de consultations publiques.

- ✓ Une nature de débat est influencée par la structure capitaliste. Les entreprises contrôlées ont considéré que le sujet était de moindre enjeu et se sont majoritairement focalisées sur le respect de leurs obligations.
- ✓ Evoqué par certaines entreprises comme une piste envisagée, le recours à des benchmarks externes très détaillés (comparaisons internationales, panels spécifiques,..), dont les résultats seraient communiqués aux actionnaires, n'a pour la plupart des groupes pas été retenu.

## 6. Trois types de postures adoptées :

Un des principaux enseignements de cette enquête est l'existence de trois types de postures retenues par les entreprises :

### 1. Une posture « conservatrice »

Entreprises ayant opté pour une posture « ad minima », focalisée sur le respect des obligations et des recommandations d'application de l'AFEP-MEDEF.

Cette approche est très majoritaire au sein des sociétés dont le capital est fortement contrôlé, notamment les groupes familiaux.

### 2. Une posture « pédagogique »

Entreprises ayant opté pour une démarche pédagogique, focalisée sur une présentation détaillée des éléments de la rémunération et en particulier sur les critères de performance retenus dans le calcul de la part variable des mandataires sociaux afin d'expliquer et justifier les choix retenus par le Conseil d'Administration. Cette option est celle retenue par la majorité des entreprises.

### 3. Une posture « assumée » et « proactive »

Entreprises ayant opté pour une démarche volontaire, faisant du *Say on Pay*, une opportunité de transparence allant au-delà de l'obligation de présenter les éléments « *dus et attribués* » et allant jusqu'à détailler les mécanismes de la rémunération du mandataire social.

En cela, elles se sont rapprochées de la pratique actuellement en vigueur en Grande-Bretagne.

Certaines entreprises ont même déjà décidé la présence d'un administrateur salarié au sein du comité des rémunérations.

---

Les conservateurs, les pédagogues et les proactifs !

## 7. Peu ou pas d'impact sur la politique de rémunération et sur les travaux du comité des rémunérations

---

Davantage de travaux en amont lors de la construction des systèmes.

- ✓ Les entreprises n'ont pas modifié leur politique de rémunération des dirigeants en dehors d'un l'alignement éventuel des critères de performance de la part variable avec les objectifs stratégiques de l'entreprise communiqués aux investisseurs lors des présentations.
- ✓ Aucune des entreprises interrogées n'a été contrainte de renoncer à un dispositif de rémunération par crainte de devoir l'expliquer dans une résolution lors de sa prochaine Assemblée Générale. En revanche, les travaux d'analyse en amont, lors de la construction de ces systèmes, sont plus significatifs qu'auparavant, signe que l'exercice est traité avec davantage d'attention (ou de prudence).
- ✓ Les travaux du comité des rémunérations n'ont pas été significativement modifiés par l'introduction de cette nouvelle recommandation, et la présentation des éléments de la rémunération du ou des mandataires sociaux lors de l'Assemblée Générale était une pratique déjà fortement instaurée.

## 8. Pas de changements significatifs vis-à-vis des parties prenantes

- ✓ La posture des entreprises vis-à-vis de leurs parties prenantes et notamment vis-à-vis des proxy advisors n'a pas été modifiée par l'introduction du Say on Pay. En revanche, les groupes renforcent leur de travail de pédagogie et d'explication en amont des votes afin de mieux faire comprendre la philosophie des politiques mises en œuvre.
- ✓ Les principaux sujets de revendication des agences de conseil en vote sont restés les mêmes que les années précédentes :
  - La dissociation du mandat de Président et de Directeur Général
  - L'introduction de conditions de performance externes dans les plans de LTI (Long Term Incentive)
  - Le détail des objectifs de performance associés aux parts variables
- ✓ Si des efforts de pédagogie ont été effectués, la définition des objectifs de performance et leur taux d'atteinte sont considérés par toutes les entreprises comme des informations stratégiques qui ne sauraient être publiques.
- ✓ Néanmoins, certaines entreprises, sans entrer dans le détail, ont choisi de communiquer le taux de réalisation des objectifs de leur dirigeant sur la globalité de leurs objectifs financiers ou qualitatifs afin d'explicitier le montant des parts variables versées.

## 9. Les risques évoqués

Alors que la principale évolution du code de gouvernance est l'obligation de soumettre au vote des actionnaires une résolution sur le sujet de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux, le résultat du vote n'est pas considéré comme un risque.

Que la résolution de Say on Pay soit adoptée avec un pourcentage inférieur, même sensiblement, à celui des autres résolutions a été anticipé par beaucoup d'entreprise.

Les entreprises interrogées ne se sont cependant pas fixés d'objectif particulier sur le résultat du vote, même si la frontière des 70% est souvent évoquée comme le seuil bas. On peut noter qu'un tel taux serait perçu, dans certains pays et notamment au Royaume-Uni, comme un message négatif envoyé par les actionnaires.

Deux types de risques ont été évoqués :

- ✓ Les risques associés à l'année de renouvellement du mandat ou de fin de mandat. En effet, dans ce dernier cas, certaines dispositions

---

De nouveaux débats en interne  
et de la pédagogie auprès des  
principales parties prenantes.

(régimes de retraite, clause de départ) pourraient faire l'objet d'un versement et donc publiées dans la résolution.

Certaines entreprises ont fait le choix de re-présenter au vote les résolutions relatives aux conventions réglementées lors du renouvellement du mandat dans un objectif d'une plus grande transparence.

- ✓ Le risque, unanimement considéré comme important et non contrôlable, est celui associé aux réactions des médias et par ce biais de l'opinion publique.

## Conclusion

Si l'introduction du Say on Pay ne constitue pas un changement majeur sur le fond, il a probablement modifié la nature des débats en interne sur la pédagogie de l'entreprise vis-à-vis du sujet de la rémunération des dirigeants et devrait progressivement faire mûrir le débat sur ce sujet toujours sensible dans l'opinion publique.

Enfin, il apparaît que la transparence, aussi large soit-elle, ne réduit pas le risque de l'incompréhension. On peut penser, dès lors, que l'enjeu majeur du Say on Pay sera la pédagogie. A cet effet, il est probable que le code de gouvernance évolue vers une vision plus large de la politique de rémunération mise en œuvre, avec, qui sait, un vote futur des actionnaires sur ce thème comme cela peut se faire dans d'autres pays.

## Vos contacts :



### Philippe BURGER

Associé Capital Humain

Deloitte Conseil

[phburger@deloitte.fr](mailto:phburger@deloitte.fr)



### Denis LESIGNE

Directeur Capital Humain

Deloitte Conseil

[dlesigne@deloitte.fr](mailto:dlesigne@deloitte.fr)

# Complément :

## Regard européen :

### La situation en Grande-Bretagne

#### 1. Contexte

Alors que le Royaume-Uni était déjà doté d'un vote consultatif sur la rémunération des dirigeants, le pouvoir des actionnaires a été élargi depuis Octobre 2013 avec désormais deux votes :

- ✓ Un vote contraignant sur la politique de rémunération
- ✓ Un vote consultatif sur la mise en place de cette politique pour l'exercice et pour l'exercice suivant

Par exemple : Le vote sur la politique en 2014 pour la période 2014-2016 et un vote chaque année relatif aux éléments versés en année n-1 (2013) et sur les éléments dus en année n (2014).

---

Un vote contraignant sur la politique et un vote consultatif sur les pratiques

#### 2. Politique de rémunération

En ce qui concerne la politique de rémunération, **le grand changement vient désormais de la nature contraignante de ce vote**, il n'est donc plus possible aux entreprises d'effectuer un quelconque paiement (ou attribution d'actions ou options ou autres) qui ne soit pas en accord avec la politique approuvée par les actionnaires. Cette politique étant en place pour une durée normale de 3 ans. Les entreprises ont cependant la possibilité de soumettre leur politique à un nouveau vote si le comité des rémunérations jugeait cela nécessaire, avant la fin de cette période de trois ans. Cependant, si les actionnaires rejettent la nouvelle politique proposée, la politique précédemment approuvée restera en vigueur. Il est donc capital qu'elle soit suffisamment flexible tout en demeurant acceptable aux yeux des actionnaires et des agences de notation.

#### 3. Maximum pouvant être payé pour chaque élément de rémunération

**La politique doit notamment inclure le maximum qui peut être payé pour chaque élément de rémunération.** La plupart des entreprises au Royaume-Uni expriment d'ores et déjà le bonus et les attributions d'actions/options en termes de pourcentage de salaire. Dans certains cas, les entreprises ont laissé la porte ouverte à de potentielles augmentations pour les dirigeants existants, jusqu'à un certain pourcentage (précisant qu'elles consulteraient les actionnaires principaux si une augmentation était jugée nécessaire).

---

Les entreprises ont majoritairement fait le choix de ne pas suivre la réglementation

### Point particulier :

Les entreprises n'ont en revanche généralement pas fixé de maximum de salaire ou de « benefits »<sup>1</sup>. Elles ont ainsi délibérément fait le choix de ne pas suivre la réglementation, considérant que fixer un maximum constituerait un engrenage inflationniste.

La majorité des entreprises a simplement précisé qu'il n'y a pas de maximum, mais que les augmentations de salaire seront en général en ligne avec les augmentations en vigueur pour les employés (de même pour les benefits). La majorité des entreprises a ainsi publié une liste de benefits qui pourraient être attribués (voiture, chauffeur, assurance médical..) sans préciser de montant maximum. Certaines d'entre elles ont publié soit, un salaire maximum (e.g. Centrica, Shell), ou bien, une augmentation de salaire maximum (e.g. BAE, BAT) ou une augmentation maximum relative (e.g. BP relative aux augmentations des cadres) et ont publié un maximum pour certains types de benefits.

## 4. Illustration de la politique

**La politique doit également inclure des scénarios de paiement pour chaque dirigeant**, illustrant les sommes qui pourraient être versées si les critères de performance n'étaient pas atteints, en ligne avec les attentes, ou au maximum (des hypothèses doivent être faites en ce qui concerne les options).

La détermination du scénario « en ligne avec les attentes » a donné lieu à des interprétations diverses, certaines entreprises illustrant le paiement au niveau seuil, d'autres au niveau cible, et d'autres au mid-point entre le seuil et le maximum.

## 5. Paiement en cas de fin de contrat / emploi

**La politique doit également préciser comment sera traité chaque élément de rémunération en cas de départ** (salaire, bonus, retraite, actions, options etc.) dans différents cas de figure (retraite, licenciement, départ par accord mutuel..). Là encore, les entreprises doivent préciser le traitement « normal » dans les cas d'un départ classique, mais se laisser la marge de manœuvre nécessaire dans des cas de départs négociés, tout en fournissant suffisamment d'informations aux actionnaires pour que ceux-ci puissent appréhender les montants en jeu. La politique doit notamment préciser comment la performance sera prise en compte.

La politique doit également préciser les termes principaux des contrats de travail (encore une fois, étant donné qu'un paiement non autorisé par les actionnaires serait illégal, les entreprises doivent s'assurer que toute clause pouvant donner lieu à un paiement est précisée dans le rapport de rémunération).

---

<sup>1</sup> Le terme Benefits recouvre l'ensemble des avantages en nature et des avantages retraite

## 6. Rémunération d'un nouveau dirigeant ou mandataire social

**La politique inclut également l'approche qui sera prise pour chaque élément de la rémunération d'un nouveau dirigeant** et le maximum de la part variable qui pourrait être attribuée à un nouveau dirigeant. Cette section de la politique de la rémunération est la plus difficile à rédiger car elle exige d'être suffisamment flexible pour permettre le recrutement d'un nouveau dirigeant pouvant potentiellement venir d'une autre entreprise et/ou d'un autre pays, mais également doit éviter de donner une « shopping list » pour un candidat potentiel.

Les actionnaires et les agences de notation se sont montrés très critiques envers les politiques de recrutement jugées trop flexibles et ont exigé dans un certain nombre de cas (Compass, Imperial Tobacco, Pearson, TUI...) que les entreprises publient sur le site une clarification sur leur approche.

La politique doit également préciser l'approche qui sera suivie en cas de rachats de plans LTI attribués par l'employeur précédent. Les actionnaires s'attendant à une approche « like for like » (e.g. si les actions ou options avaient des critères de performances, elles seraient remplacées par des actions / options avec des critères de performance).

## 7. Prise en compte de la politique de rémunération et des avis des employés

**La réglementation exige que soit indiqué comment la rémunération des employés a été prise en compte** dans l'élaboration de la politique de rémunération des dirigeants, si l'entreprise a consulté les employés sur cette politique de rémunération des dirigeants et si des mesures de comparaisons avec la rémunération des employés ont été prises en compte.

La grande majorité des entreprises a simplement fait une mention générique indiquant que les conditions des employés ont été prises en compte, sans donner plus de détail. A part les données d'enveloppe d'augmentation de salaire, les entreprises ne mentionnent en général pas d'autres données de comparaison.

## 8. Prise en compte de l'opinion des actionnaires

**La réglementation exige que soit indiqué comment les points de vue des actionnaires ont été pris en compte.** Les grandes entreprises sont en dialogue fréquent avec les actionnaires et les consultent en cas de changement. Pour les entreprises plus petites, ce dialogue est moins fréquent, notamment par manque de ressources. Il y a cependant de plus en plus de concertations entre entreprises et actionnaires et agences de notations.

## 9. Rapport de rémunération

Ce rapport est plus proche du rapport qui existait auparavant (le Royaume-Uni a un vote consultatif sur la rémunération des dirigeants depuis 2002).

**Les changements majeurs sont la présentation de la rémunération globale en un seul tableau et une exigence de plus de transparence sur les objectifs à atteindre et justifiant les attributions de bonus et d'actions / options.**

Alors que la grande majorité des entreprises anglaises publie, depuis longtemps, les objectifs à atteindre pour l'attribution d'actions / options, les objectifs justifiant les attributions de bonus restaient très opaques.

La majorité des entreprises continue de ne pas publier les objectifs des bonus, arguant de confidentialité. Cependant près de la moitié des entreprises publient désormais les objectifs financiers. Les autres entreprises ont amélioré leur transparence, donnant d'avantage de données chiffrées ou graphiques. Nous nous attendons à ce que cette transparence se poursuive.

Le rapport doit également présenter la rémunération de chaque dirigeant pour l'année et l'année précédente (salaire, benefits, retraite, bonus payable y compris la partie différée, actions et options « vestées »<sup>2</sup>) permettant ainsi en un seul tableau d'avoir une vision sur la rémunération « gagnée » sur l'année.

Ce chiffre, ainsi que le bonus attribué, doivent également être présentés en pourcentage du maximum des actions / options vestées en pourcentage du maximum pour les 5 derniers exercices pour le CEO.

---

La comparaison de la rémunération du CEO avec la rémunération moyenne des employés désormais obligatoire

## 10. La comparaison avec la rémunération des employés

Une autre donnée nouvelle majeure est **la comparaison de la rémunération du CEO avec celles des employés**. Pour des raisons de simplicité de calcul, la régulation ne prévoit que la comparaison du salaire, bonus et des benefits (donc exclut les actions / options et la retraite) et permet également à l'entreprise de sélectionner le groupe d'employés.

La plupart des entreprises a donc opté pour une comparaison avec les seuls employés au Royaume-Uni, les données étant plus directement comparables et facile à obtenir. Cette approche est donc plus flexible que l'approche envisagée par la Directive Européenne ou les règles du Say on Pay en place aux Etats-Unis.

---

<sup>2</sup> Actions et options non encore exerçables

# Complément :

## Zoom d'actualité :

### La Directive Européenne du 9 avril 2014

#### 1. Contexte

La commission Européenne a adopté, le 9 avril 2014, des mesures visant à améliorer la gouvernance d'environ 10.000 entreprises cotées sur les marchés de l'UE.

Cette directive permettrait, si elle était transcrite dans les réglementations nationales<sup>3</sup>, aux actionnaires d'exercer plus facilement leurs droits à l'égard des entreprises et renforcerait ces droits lorsque c'est nécessaire.

Cette directive aborde quatre thématiques :

1. la création d'un cadre européen pour l'identification des actionnaires, afin de renforcer la capacité des entreprises à connaître leur actionnaires ;
2. la renforcement de la transparence des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs pour les encourager à s'impliquer davantage dans le long terme ;
3. la transparence accrue des activités des conseillers en vote (« proxy advisors ») ;
4. la mise en place des conditions de suivi par les actionnaires de la politique de rémunération.

Nous détaillons ci-dessous les points 3 et 4.

---

<sup>3</sup> Pour rappel: Une "Directive Européenne" fait partie des instruments juridiques dont disposent les institutions européennes pour mettre en œuvre les politiques européennes. Il s'agit d'un outil principalement employé dans le cadre des opérations d'harmonisation des législations nationales.

Pour constituer un acte législatif, une Directive (proposée par la Commission), doit être adoptée par le Conseil et par le Parlement Européen.

Pour entrer en vigueur dans les droits nationaux, une directive doit par la suite être *transposée* dans réglementations locales.

## 2. Principales dispositions

### 1.2.1 Approbation de la politique de rémunération par les actionnaires

**La politique de rémunération** devra être soumise au vote des actionnaires. (Art 9bis.1)

*“les sociétés cotées devront rendre des comptes tous les ans sur la rémunération des directeurs<sup>4</sup>.”*

*“Tous les 3 ans, la politique de rémunération devra être soumise à un vote [contraignant] des actionnaires”*

Ainsi, la directive reprend les dispositions en vigueur en Grande-Bretagne, prévoyant un vote consultatif annuel sur les pratiques et un vote contraignant tous les 3 ans sur le politique de rémunération.

### 1.2.2 Fixation d'un montant maximum de rémunération

**La politique de rémunération** devra fixer *“les montants maximaux de la rémunération totale pouvant être octroyés et la proportion relative correspondante des différentes composantes de la rémunération fixe et variable”*.<sup>5</sup>

Cette limite n'est pas fixée, mais chaque entreprise devra déterminer « *le ratio entre la rémunération moyenne des administrateurs et la rémunération moyenne des salariés à temps plein de l'entreprise autres que les administrateurs, ainsi que la raison pour laquelle ce ratio est considéré comme approprié.* »

Chaque entreprise devra ainsi fixer dans sa politique de rémunération un montant maximum de la rémunération totale de son dirigeant à partir d'un comparatif avec le salaire moyen. Cette dernière notion étant particulièrement floue (effectif international, périmètre, ...), il est probable que sa mise en œuvre soit complexe (cf exemple anglais ci-dessus).

### 1.2.3 Critères de la part variable

Concernant la rémunération variable, la directive ne va pas au-delà des contraintes actuelles du code de gouvernance en précisant simplement que *“la politique indique les critères de performance financière et non financière à utiliser et explique la manière dont ces éléments contribuent aux intérêts et à la viabilité à long terme de l'entreprise, ainsi que les méthodes qui seront appliquées pour déterminer dans quelle mesure il a été satisfait aux critères de performance.”*

---

<sup>4</sup> Par « directeurs », il faut comprendre dirigeants mandataires sociaux dans le contexte français. Extrait du discours de présentation de Michel BARNIER, Membre de la Commission européenne, chargé du Marché intérieur et des Services

<sup>5</sup> Art. 9bis.3

#### 1.2.4 Rapport sur la rémunération

La directive prévoit que l'entreprise "établit un rapport sur la rémunération clair et compréhensible".

Ce rapport devra détailler les composantes de la rémunérations (fixe, variable, LTI et avantages en nature), son évolution sur les trois dernières années et la mise en perspective avec l'évolution de la valeur moyenne de l'entreprise sur la même période.

Cette évolution devra également être comparée à la rémunération moyenne des salariés.

**Ainsi, si cette directive était adoptée en l'état, les contraintes du Say on Pay seraient significativement accrues pour les entreprises françaises.**

#### 1.2.5 Transparence vis à vis des conseillers en vote ("proxy advisor")

Les agences de conseil en vote devront également mieux expliciter comment elles élaborent leurs recommandations de vote et comment elles gèrent les conflits d'intérêts.

Les agences devront ainsi annuellement publier :

- ✓ *les éléments essentiels des méthodes et des modèles qu'ils appliquent ;*
- ✓ *les principales sources d'informations utilisées ;*
- ✓ *le fait que les situations juridiques, réglementaires et de marché nationales sont prises en compte ou non et dans l'affirmative, comment elles sont prises en compte ;*
- ✓ *le fait que des dialogues ont lieu ou non avec les entreprises qui font l'objet de leurs recommandations de vote et, dans l'affirmative, la portée et la nature de ces dialogues ;*
- ✓ *le nombre total de membres du personnel ayant participé à l'élaboration des recommandations de vote ;*
- ✓ *le nombre total de recommandations de vote fournies au cours de l'année écoulée.*

#### 1.2.6 Politique d'engagement des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs

Les contraintes de transparence vis-à-vis des investisseurs institutionnels et des gestionnaires d'actifs devraient de même être renforcées notamment sur :

- ✓ Leur politique d'engagement ;
- ✓ Leur comportement de vote.

Deloitte fait référence à un ou plusieurs cabinets membres de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, société de droit anglais (« private company limited by guarantee »), et à son réseau de cabinets membres constitués en entités indépendantes et juridiquement distinctes. Pour en savoir plus sur la structure légale de Deloitte Touche Tohmatsu Limited et de ses cabinets membres, consulter [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about). En France, Deloitte SA est le cabinet membre de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, et les services professionnels sont rendus par ses filiales et ses affiliés.