

La procyclicité et la rémunération

Étienne Bordeleau et Walter Engert*

Les accords de rémunération visent généralement à harmoniser les intérêts des dirigeants d'une entreprise avec ceux des actionnaires, de façon à maximiser le bénéfice et la valeur des actions sur un certain horizon. Par conséquent, ces accords comportent invariablement des récompenses susceptibles d'avoir une incidence sur le comportement de l'entreprise. Plus précisément, les accords fondés sur le rendement de l'entreprise, qui ont pour objet de concilier les intérêts des décideurs et ceux des actionnaires, peuvent réunir toute une série de mesures incitatives, liées en particulier à la période au terme de laquelle les décideurs cherchent à porter au maximum le bénéfice et les gains des actionnaires. Dans le cas des institutions financières, lorsque de tels accords mettent l'accent, par exemple, sur des rendements à court terme ou ne tiennent pas bien compte du risque, ils pourraient favoriser un comportement qui accélère la formation de bulles de prix d'actifs et ainsi mener à un effondrement du système financier, comme celui auquel on a assisté récemment dans divers pays du monde.

Bien entendu, les récompenses reposant sur le rendement ne fonctionnent pas isolément des autres éléments qui influent sur le comportement des décideurs, telle la fonction de limitation des risques qui incombe à l'institution. Or, ces autres éléments peuvent atténuer les effets pervers des récompenses. En pratique, l'incidence nette de ces influences potentiellement divergentes sur le comportement de l'entreprise dépend en partie de leur importance respective au sein de cette dernière. On peut ainsi se demander si la fonction de limitation des risques restreint adéquatement la prise de risques dans un secteur particulier d'une banque donnée, lorsque cette prise de risques est motivée

par la perspective de primes généreuses liées au bénéfice d'exploitation annuel de ce secteur. Il ne faut toutefois pas oublier que le contexte général dans lequel l'institution financière mène ses activités, y compris la réglementation et les conditions du marché, détermine également l'effet global des récompenses intégrées aux accords de rémunération. En somme, l'effet ultime de ces accords sur la prise de risques et, en corollaire, sur la formation des bulles de prix d'actifs est complexe, et varie probablement avec le temps et les circonstances.

Quoi qu'il en soit, les pratiques en matière de rémunération dans les grandes institutions financières ont, de l'avis général, contribué à la crise financière qui a pris naissance en 2007. À titre d'exemple, un rapport publié récemment par le Forum sur la stabilité financière (FSF), et dont il sera question plus loin, avance que des bénéfices à court terme substantiels ont entraîné le versement de primes généreuses aux employés d'institutions financières. Pourtant, nul ne s'est interrogé comme il se doit sur les risques à long terme de telles pratiques. Toujours selon ce rapport, de multiples sondages montrent que, aux yeux de plus de 80 % des acteurs du marché, les pratiques en matière de rémunération ont joué un rôle dans l'accumulation des risques qui a déclenché la crise actuelle.

Dans la section suivante, nous comparons des faits stylisés concernant les accords de rémunération en vigueur dans de grandes institutions financières canadiennes et américaines. Cependant, une évaluation approfondie des diverses pratiques de rémunération et de leurs effets sur la prise de risques doit englober toute une gamme d'influences, y compris les aspects comptables, fiscaux et réglementaires, qui varient dans le temps et l'espace. On trouvera à la fin de cet article les recommandations provenant d'un document récemment publié par le FSF sur les principes menant à de saines pratiques de rémunération (*Principles for Sound Compensation Practices*). Ces

* Les auteurs remercient Jason Allen, Pierre Duguay, Alejandro García, Céline Gauthier, Ben Gully, John Jussup et Teodora Paligorova pour leurs points de vue et commentaires précieux sur une version antérieure du présent article.

Banques étudiées et sources des données

Les banques canadiennes analysées ici sont les cinq plus importantes : RBC Groupe Financier, la Banque de Montréal, la Banque CIBC, le Groupe Financier Banque TD et la Banque Scotia. Ces banques représentent 90 % de l'actif du secteur bancaire canadien et environ 75 % de l'actif du secteur des institutions de dépôt. En outre, les grandes banques jouent un rôle central dans presque tous les aspects des services financiers au pays. Les données sur la rémunération des dirigeants des banques canadiennes proviennent des circulaires de la direction sollicitant des procurations préparées pour les assemblées annuelles de ces institutions.

Les banques commerciales américaines ont été choisies parmi les 20 premières banques aux États-Unis sur le plan de l'actif au 31 décembre 2004. La plupart d'entre elles exercent à peu près la même gamme d'activités que les banques canadiennes, c'est-à-dire que la proportion

de revenus qu'elles tirent des services bancaires aux particuliers par rapport à leur revenu total est similaire à celle constatée pour les banques canadiennes. Voici la liste de ces banques commerciales américaines : Citigroup Inc., JPMorgan Chase & Co., Bank of America Corp., Wachovia Corp., Wells Fargo & Co., Washington Mutual Inc., U.S. Bancorp, SunTrust Banks Inc., National City Corp., Branch Banking & Trust Corp., Fifth Third Bancorp, Keycorp Limited et The PNC Financial Services Group Inc. Ces institutions rassemblent près de 80 % de l'actif du secteur bancaire américain. Les banques d'investissement américaines étudiées sont les suivantes : Bear Stearns, Lehman Brothers Inc., Merrill Lynch & Co., Morgan Stanley et The Goldman Sachs Group Inc. L'information sur les institutions financières américaines est issue de la base de données ExecuComp, tenue à jour par Standard & Poor's.

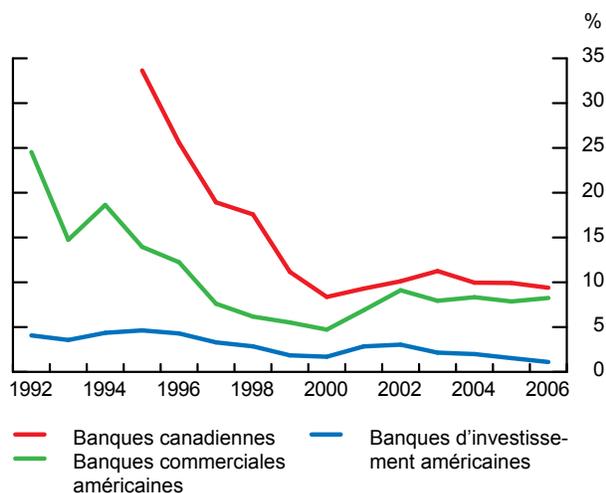
principes ont pour but d'orienter la surveillance des pratiques de rémunération appliquées par les institutions financières à l'échelle du globe.

QUELQUES FAITS STYLISÉS SUR LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS DANS LES BANQUES CANADIENNES ET AMÉRICAINES

La présente section rassemble les données montrant les principales tendances en matière de rémunération des dirigeants dans les cinq grandes banques canadiennes et quelques-unes des grandes institutions financières américaines, banques commerciales et d'investissement confondues (l'Encadré 1 fournit des précisions sur les institutions visées et les sources des données). Nous mettons ici l'accent sur la rémunération des cinq principaux dirigeants de ces institutions d'après la base de données ExecuComp et les circulaires de la direction publiées à l'occasion des assemblées annuelles¹.

Le Graphique 1 illustre l'évolution du traitement de base des dirigeants en proportion de leur rémunération totale

Graphique 1 : Traitement de base en proportion de la rémunération totale



dans les banques canadiennes et les institutions financières américaines. Dans l'ensemble, l'importance du traitement de base diminue dans toutes ces institutions. On notera que, depuis de nombreuses années, le traitement de base des dirigeants des banques d'investissement américaines est relativement modeste, celui-ci avoisinant d'ailleurs 2 % depuis 2000. Dans les banques canadiennes, en revanche, il représente une part plus appréciable de la rémunération des dirigeants, une part qui, bien que décroissante elle aussi, s'est stabilisée aux alentours de 10 % depuis le

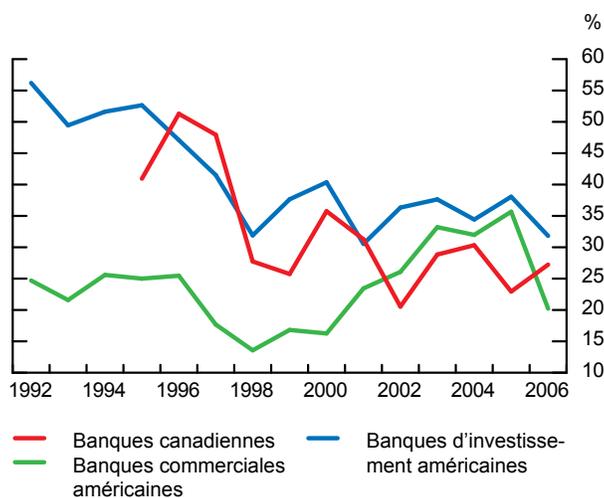
¹ Comme l'ont fait remarquer certains observateurs, dans le cas des décideurs de niveau hiérarchique inférieur, les accords de rémunération peuvent comporter des récompenses quelque peu différentes de celles versées aux principaux dirigeants, auxquelles nous nous intéressons ici. Parallèlement, toutes choses égales par ailleurs, on peut s'attendre à ce que les récompenses offertes aux plus hauts dirigeants exercent également une influence sur les niveaux hiérarchiques inférieurs de l'organisation.

début du siècle. L'importance relative du traitement de base dans les banques commerciales américaines, qui suit généralement la même tendance, est quelque peu inférieure à celle constatée dans les banques canadiennes.

Le Graphique 1, tout comme les suivants, révèle une certaine convergence des pratiques de rémunération parmi les banques observées. Il convient de souligner que toutes les banques canadiennes de l'échantillon ont inscrit leurs actions à la Bourse de New York au milieu des années 1990 (exception faite de la Banque Scotia, qui ne leur a emboîté le pas qu'en 2002). D'après Southam et Sapp (2008), ce choix aurait eu pour effet de faire converger les pratiques de rémunération canadiennes vers les pratiques américaines. Autrement dit, l'intégration accrue, conjuguée à l'intercotation, réduit la segmentation du marché sur le plan de la rémunération des dirigeants et favorise la convergence des structures et des niveaux de rémunération. Simultanément, la prédominance croissante de la rémunération au rendement variable dans les banques commerciales, surtout les banques canadiennes, pourrait aussi tenir à la place de plus en plus grande accordée aux recettes très volatiles tirées des marchés financiers (par opposition aux activités bancaires plus traditionnelles).

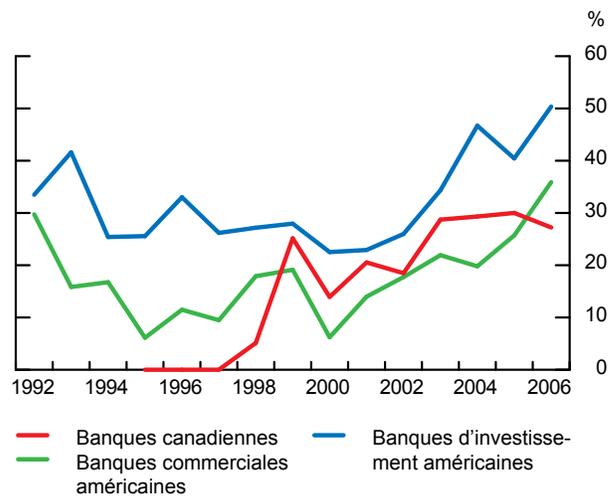
Les trois graphiques suivants illustrent l'évolution d'éléments précis de la rémunération au rendement variable : primes annuelles, actions temporairement inaccessibles et options d'achat d'actions. Le Graphique 2 montre que, pendant la période étudiée, le recours aux primes annuelles est de moins en moins fréquent à la fois dans les banques canadiennes et les banques d'investissement américaines, alors qu'il l'est de plus en plus, en termes relatifs, dans les banques commerciales américaines de notre échantillon, surtout depuis 2000. Ce sont néanmoins les banques d'investissement américaines qui réservent la plus grande part de la rémunération à la prime annuelle.

Graphique 2 : Prime annuelle en proportion de la rémunération totale



Le Graphique 3 est consacré aux actions temporairement inaccessibles, c'est-à-dire la rémunération versée sous forme de titres de participation de l'institution pour lesquels certains droits de propriété du bénéficiaire, comme celui de liquider ses positions, sont suspendus pendant habituellement trois ans (parfois quatre). On peut constater dans le Graphique 3 que ce mode de rémunération des dirigeants a gagné en popularité dans toutes les institutions pendant la période envisagée, surtout depuis 2000.

Graphique 3 : Actions temporairement inaccessibles en proportion de la rémunération totale

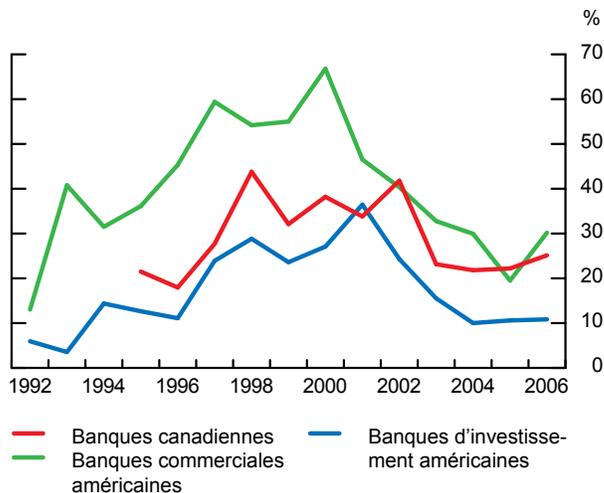


L'utilisation des options d'achat d'actions pour rémunérer les dirigeants est très répandue dans les institutions financières. Les programmes de ce genre fonctionnent de manière semblable dans les grandes banques canadiennes et dans les banques commerciales et les banques d'investissement américaines. Ils ont pour caractéristique commune une période d'acquisition de quatre ans. Ainsi, un dirigeant qui a reçu des options peut, pendant l'année qui suit, en exercer au plus 25 %. Les 75 % qui restent peuvent être exercés en tranches de 25 % par année sur trois ans. Il importe de rappeler que de telles options d'achat d'actions sont d'une durée plutôt longue, dix ans par exemple. On les exerce néanmoins bien avant leur échéance (entre cinq et sept ans après l'acquisition)². Autre caractéristique commune : quand un dirigeant quitte l'institution, il doit exercer les options qui lui restent dans les 30 à 60 jours, sous peine de les perdre.

Le recours aux options d'achat d'actions est illustré au Graphique 4. On voit que, durant la première partie de la période examinée, il est allé en augmentant, pour connaître

² Selon les documents sur la base de données ExecuComp (dans le site Web Compustat de Standard & Poor's), les dirigeants attendent rarement l'échéance de leurs options pour les exercer. La règle empirique appliquée dans ExecuComp veut qu'elles soient exercées lorsque 70 % de leur durée s'est écoulée.

Graphique 4 : Options d'achat d'actions en proportion de la rémunération totale



un recul général à partir du début des années 2000³. Ce mouvement fait écho à la tendance générale en matière de rémunération des dirigeants, à savoir un usage intensif des options d'achat d'actions pendant les années 1990, qui a fini par soulever des doutes au sujet de leurs effets néfastes sur la prise de risques, particulièrement dans les banques commerciales (voir notamment Chen, Steiner et Whyte, 2006, ainsi que Sanders et Hambrick, 2007, qui se sont intéressés aux banques américaines).

Quand on examine les diverses formes de rémunération au rendement variable comme celles dont il vient d'être question, le regard doit évidemment porter jusque dans leurs détails. Par exemple, les options d'achat d'actions qui sont dans le cours au moment de l'octroi se comparent à des actions ordinaires lorsque les cours sont en hausse, mais elles réduisent la rémunération si l'entreprise devient moins rentable. En outre, plus longue est la période d'acquisition des actions et des options, plus elles sont susceptibles d'atténuer la prise de risques. De même, lorsqu'il y a versement de primes, il est possible d'obtenir un effet semblable en retardant le versement (l'équivalent de la période d'acquisition) et en prévoyant des clauses de récupération en cas de résultats décevants par la suite. Enfin, des considérations d'ordre comptable, réglementaire et fiscal peuvent favoriser divers modes de rémunération, lesquels varieront selon le lieu et le moment⁴.

3 La base de données ExecuComp donne la valeur des options versées aux dirigeants dans les institutions américaines de l'échantillon en appliquant une version modifiée de la formule de Black et Scholes pour les options de type américain. On a appliqué la même méthode pour évaluer les options d'achat d'actions de type canadien versées aux dirigeants de banques canadiennes.

4 Par exemple, certaines dispositions de la loi Sarbanes-Oxley, adoptée aux États-Unis en 2002, semblent avoir eu pour effet de diminuer l'attrait des options d'achat d'actions comme mode de rémunération dans ce pays (Chhaochharia et Grinstein, 2009).

Parmi les facteurs importants à considérer dans l'évaluation des effets qu'ont les accords de rémunération sur les dirigeants, citons la part de la fortune du décideur qu'il met en jeu si l'institution prend des décisions imprudentes⁵. C'est justement en partie pourquoi la rémunération prend la forme d'un intérêt dans l'entreprise, comme les actions temporairement inaccessibles, surtout lorsque la période d'acquisition est longue (disons entre cinq et dix ans). Des exigences minimales définissent la quantité de titres de participation que doit détenir le dirigeant pendant une période indéterminée. Ainsi, il pourrait devoir conserver des titres dont la valeur correspond à dix fois son traitement de base. Notons que, dans les banques canadiennes, la période de détention se prolonge brièvement (d'un ou deux ans) après le départ à la retraite, de manière que le dirigeant fasse preuve de prudence même s'il doit bientôt quitter la vie active.

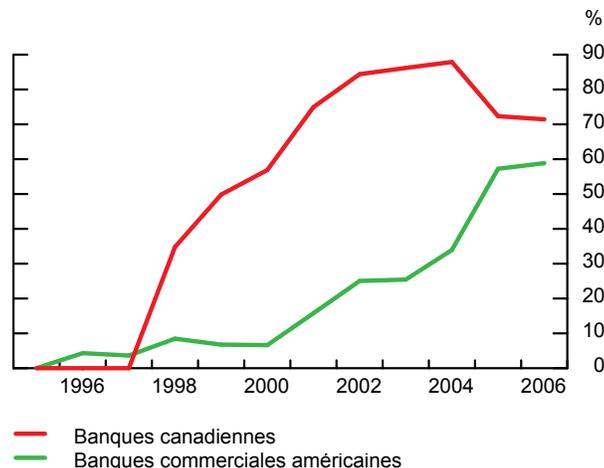
Toutes les banques commerciales considérées ici (à l'exception de la Washington Mutual) exigent que leurs hauts dirigeants en soient actionnaires. De surcroît, bien que ces programmes paraissent se ressembler d'une institution à l'autre, le minimum d'actions à détenir varie. Le Graphique 5 montre les exigences minimales moyennes imposées aux chefs de la direction compte tenu de la valorisation boursière, pondérées selon la rémunération totale, en fonction de la rémunération totale du chef de la direction, pour les banques canadiennes et les banques commerciales américaines de l'échantillon⁶. Ces données comprennent aussi les valeurs reçues en guise de rémunération par les dirigeants, sous forme d'actions devant être détenues indéfiniment (c'est-à-dire tant que le chef de la direction demeure en fonction). On peut déduire du Graphique 5 que les banques canadiennes ont exigé de leurs hauts dirigeants qu'ils détiennent un plus grand nombre d'actions relativement à leur rémunération totale que ne l'ont fait les banques commerciales américaines comparables, bien que l'écart tende à rétrécir depuis quelque temps.

Certaines des caractéristiques décrites précédemment, en particulier les exigences élevées quant au nombre minimal d'actions détenues, permettent de croire que les accords de rémunération dans les grandes banques canadiennes ont eu une incidence favorable sur la prise de risques. En même temps, les données à l'étude font ressortir une convergence des caractéristiques de la rémunération versée aux dirigeants des grandes banques canadiennes et américaines. Soulignons cependant qu'il n'est pas possible de préciser clairement les effets sur la prise de risques

5 Dans un article visionnaire, Rajan (2005) avance qu'il importe de mettre en place des mesures incitatives adéquates pour les dirigeants des institutions financières, afin que leurs stratégies de placement ne soient pas à courte vue et qu'ils prennent pleinement conscience des risques qu'ils courent, puisqu'ils y exposent leur fortune personnelle. De façon analogue, les actionnaires des banques au Canada (et ailleurs) ont de tout temps endossé une double responsabilité, en resserrant les mesures destinées à décourager la prise de risques excessifs (voir, entre autres, Hickson et Turner, 2004).

6 Il ne semble pas possible d'obtenir ces renseignements au sujet des banques d'investissement.

Graphique 5 : Exigences minimales au titre des actions à détenir en proportion de la rémunération totale



des diverses pratiques de rémunération présentées ici, ni les implications que peuvent avoir les différences constatées dans le temps et entre institutions. Comme on l'a vu, d'autres facteurs viennent également conditionner les effets des mesures incitatives contenues dans chaque accord de rémunération, par exemple la structure propre de ce dernier et l'efficacité de la gestion du risque et de la surveillance prudentielle au sein de l'institution. Il y a donc lieu de penser qu'un contrôle des accords de rémunération devrait tenir compte de toute une série de facteurs, y compris la gouvernance.

PRINCIPES MENANT À DE SAINES PRATIQUES DE RÉMUNÉRATION

Comme l'ont fait remarquer Jensen, Murphy et Wruck (2004), s'il est vrai que la rémunération des dirigeants peut constituer un outil puissant pour réduire les conflits liés à la délégation entre les gestionnaires et l'entreprise, elle peut aussi devenir une source importante de coûts de délégation si elle n'est pas gérée comme il se doit. Dans le document qu'il vient de publier sur les principes menant à de saines pratiques de rémunération (*Principles for Sound Compensation Practices*), le FSF vise à rendre possible une gestion efficace de la rémunération par divers moyens⁷. Ces principes, reproduits ci-après, sont destinés à orienter la surveillance des pratiques de rémunération dans les institutions financières partout dans le monde. Il est à noter toutefois que certains aspects de ces principes sont peut-

⁷ Le FSF réunit de hauts représentants de banques centrales, d'autorités de surveillance, de ministères du Trésor et des Finances, d'institutions financières internationales, d'organismes de normalisation mondiaux et de comités d'experts de banques centrales. Il a pour mandat d'évaluer les vulnérabilités du système financier international, de déterminer et de surveiller les mesures prises pour y remédier et d'améliorer la coordination et les échanges d'information entre les autorités responsables de la stabilité financière.

être déjà appliqués par des institutions financières et des organismes de surveillance.

Une gouvernance efficace de la rémunération

Dans les grandes sociétés financières, il incombe au conseil d'administration d'exercer une bonne intendance des pratiques de rémunération et de veiller à ce que ces pratiques complètent celles qui sont déjà en place pour assurer l'équilibre des risques. Avec le temps, les principes à appliquer doivent faire partie intégrante de la culture organisationnelle.

1. Le conseil d'administration de la société doit superviser activement la conception et l'application du régime de rémunération.
2. Le conseil d'administration de la société doit surveiller et examiner le régime de rémunération pour s'assurer qu'il fonctionne comme prévu.
3. Le personnel responsable du contrôle financier et du contrôle des risques doit être indépendant, disposer des pouvoirs nécessaires et être rémunéré indépendamment des secteurs d'activité qu'il surveille, en fonction du rôle clé qu'il joue dans la société.

Une harmonisation efficace de la rémunération et de la prudence en matière de prise de risques

La rémunération de chaque employé doit tenir compte des risques que celui-ci prend pour le compte de la société. Elle doit être fonction des risques éventuels et des résultats des risques déjà pris.

4. La rémunération doit refléter tous les types de risque.
5. Il doit exister une symétrie entre la rémunération et les résultats de la prise de risques.
6. La rémunération au rendement doit être échelonnée suivant l'horizon des risques.
7. La combinaison d'argent liquide, de titres de participation et d'autres formes de rémunération doit correspondre au niveau de risque.

Une surveillance efficace grâce à la participation des intervenants

Les sociétés doivent pouvoir démontrer aux organismes de réglementation et autres intervenants que leurs pratiques de rémunération sont saines. Comme dans tout autre aspect de la gestion du risque et de la gouvernance, les responsables de la surveillance doivent prendre des mesures strictes lorsque des lacunes sont constatées.

8. L'examen des pratiques de rémunération doit être rigoureux et soutenu, et la constatation de toute lacune doit donner lieu sans tarder à l'intervention des responsables de la surveillance.

9. Les sociétés doivent fournir en temps utile une information claire et complète sur leurs pratiques de rémunération, afin de faciliter la participation constructive de tous les intervenants.

Le FSF a convenu que ces principes doivent être adoptés immédiatement avec l'appui des organismes de surveillance à l'échelle nationale. Les autorités nationales, par l'intermédiaire du FSF, veilleront à la coordination et à l'uniformisation des démarches entreprises dans les divers pays.

BIBLIOGRAPHIE

- Chen, C., T. Steiner et A. M. Whyte (2006). « Does Stock Option-Based Executive Compensation Induce Risk-Taking? An Analysis of the Banking Industry », *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, n° 3, p. 915-945.
- Chhaochharia, V., et Y. Grinstein (2009). « CEO Compensation and Board Structure », *Journal of Finance*, vol. 64, n° 1, p. 231-261.
- Forum sur la stabilité financière (2009). *FSF Principles for Sound Compensation Practices*. Internet : http://www.fsforum.org/publications/r_0904b.pdf.
- Hickson, C., et J. D. Turner (2004). « Free Banking and the Stability of Early Joint-Stock Banking », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, n° 6, p. 903-919.
- Jensen, M., K. Murphy et E. Wruck (2004). *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them*, document de travail n° 04-28, Negotiation, Organizations & Markets Unit, Harvard Business School.
- Rajan, R. (2005). *Has Financial Development Made the World Riskier?*, document de travail n° 11728, National Bureau of Economic Research.
- Sanders, W. G., et D. Hambrick (2007). « Swinging for the Fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk Taking and Performance », *The Academy of Management Journal*, vol. 50, n° 5, p. 1055-1078.
- Southam, C., et S. Sapp (2008). *Comparing CEO Compensation between Neighbours: What Can We Learn from Cross-Listed Firms?*, document de travail, Richard Ivey School of Business, Université Western Ontario, janvier. Internet : <http://ssrn.com/abstract=869868>.