

PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS : LE CAS VINCI

Mohamed Khenissi, Peter Wirtz

▶ **To cite this version:**

Mohamed Khenissi, Peter Wirtz. PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS : LE CAS VINCI. 2013. halshs-00850083

HAL Id: halshs-00850083
https://shs.hal.science/halshs-00850083

Preprint submitted on 2 Aug 2013

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS : LE CAS VINCI

Mohamed Khenissi, Université Lyon 2, COACTIS

Peter Wirtz, Université Lyon 3, Magellan

Résumé

Face aux nombreuses questions soulevées par les recherches sur le lien entre rémunération des dirigeants et performance, ainsi que sur l'impact de certains mécanismes de gouvernance sur les montants et la forme des rémunérations, la présente recherche fait une contribution à une meilleure compréhension du processus décisionnel qui façonne la politique de rémunération des patrons des grandes entreprises cotées. Par rapport aux approches traditionnelles en la matière, notre analyse s'inscrit dans un cadre conceptuel élargi de la gouvernance, qui représente cette dernière comme un système complexe où différents acteurs actionnent divers mécanismes de gouvernance soit comme levier disciplinaire, soit comme levier comportemental pour peser sur la détermination des rémunérations. Ce prisme résolument systémique et processuel impose l'étude de cas longitudinale comme méthode empirique de choix. Grâce au jugement en appel concernant l'affaire des rémunérations de l'ancien dirigeant du groupe Vinci, nous avons pu bénéficier d'un matériau empirique particulièrement pertinent concernant un sujet sensible, afin d'illustrer la plausibilité du cadre conceptuel.

Mots-clés : gouvernance d'entreprise, politique de rémunération des dirigeants, processus décisionnel, étude de cas.

Abstract

Research on the relationship between executive pay and firm performance on the one hand and corporate governance as a determinant of executive pay on the other raises numerous questions. We make an original contribution to the study of executive pay, by deepening our understanding of the process behind the determination of a firm's pay policy. We do this by proposing a conceptual framework where corporate governance is represented as a complex and dynamic system, where diverse actors use various governance mechanisms as disciplinary or behavioral levers to influence executive pay. We present the results of a longitudinal in-depth case analysis to illustrate the plausibility of the conceptual framework.

Keywords: corporate governance, executive pay, decision process, case study.

De toutes les questions associées à la gouvernance des entreprises qui ont été soulevées depuis le début de la crise économique, peu ont autant retenu l'attention de la presse que la question de la rémunération des dirigeants.

Les critiques à l'égard des politiques de rémunération se sont focalisées essentiellement sur les instances et les processus de sa détermination. Plus particulièrement, les régimes de rémunération que certains jugent comme excessifs et inefficaces ont laissé supposer qu'il n'y aurait pas de procédure de détermination de la rémunération transparente. Pourtant, sur le plan juridique, la fixation de la rémunération globale des dirigeants est une prérogative du conseil d'administration. Ce dernier peut être assisté par un comité de rémunération, formé en son sein, et des consultants en rémunération, dont le rôle est de guider le conseil afin que celui-ci définisse les modalités de rémunération adéquates. Dans ce contexte, le *design* de la rémunération des dirigeants fait référence au choix par le conseil d'administration d'une pondération entre les différents modes de rémunération possibles (salaire de base, bonus, stock-options,…), le but régulièrement affiché par les promoteurs d'une « bonne » gouvernance étant d'inciter le dirigeant à maximiser la performance de l'entreprise (Eminet et *al*., 2009). C'est pourquoi la plupart des recherches sur ce sujet se sont focalisées d'une part sur les effets de la rémunération sur la performance (Jensen et Murphy, 1990), d'autre part, sur le rôle de certains mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des dirigeants (Broye et Moulin, 2010).

Toutefois, la lecture de ces travaux, qui s'inscrivent dans le cadre traditionnel de la théorie de l'agence, nous a permis de relever deux limites. Premièrement, nous pouvons constater la domination de la perspective actionnariale d'essence disciplinaire de la gouvernance. Or, durant ces dernières années, de multiples études ont mis en évidence les limites de cette perspective (Charreaux et Wirtz, 2006). En effet, le pouvoir explicatif réduit du modèle actionnarial, notamment lorsqu'on cherche à comprendre le fonctionnement de systèmes non anglo-saxons et le faible rôle joué en moyenne et sur le long terme par les actionnaires dans le financement des entreprises ont conduit à explorer d'autres voies. En ce sens, de nouvelles perspectives d'origine partenariale, cognitive et comportementale proposent une approche complémentaire par rapport au courant dominant (Charreaux et Wirtz, 2006). Deuxièmement, les résultats des différentes études empiriques sont la plupart du temps peu concluants. Ce manque de robustesse peut, entre autres, être expliqué par le fait que ces travaux supposent

que le lien de la rémunération des dirigeants avec la performance de l'entreprise ou avec les mécanismes de gouvernance est statique. Afin de dépasser ces résultats contradictoires, nous pouvons raisonnablement supposer que ces deux liens sont en réalité dynamiques et dépendent du dispositif (lui-même soumis à des évolutions dynamiques) qui encadre la prise de décision en matière de politique de rémunération. Ainsi, pour mieux éclairer le débat sur la rémunération des dirigeants, nous pensons qu'il est pertinent de mettre l'accent sur le processus conduisant à la définition et à la mise en œuvre de la politique de rémunération des dirigeants des entreprises cotées. Autrement dit, nous étudions le processus de détermination de la rémunération, tel qu'il se construit dans le champ d'interaction des différents acteurs et mécanismes de gouvernance.

Notre objectif est d'apporter une vision plus fine des déterminants de la rémunération des dirigeants, en ouvrant la réflexion à une dimension dynamique, interactionniste par nature. Pour cela, nous avons besoin d'un cadre théorique, intégrateur et suffisamment large, permettant d'allier des perspectives multiples. C'est pourquoi nous avons choisi de mener notre recherche en mobilisant une vision synthétique de la gouvernance, inspirée pour l'essentiel par Charreaux (2008). Dans ce cadre, nous focalisons notre examen sur l'action de deux leviers (disciplinaire et comportemental) à travers lesquels sont supposés interagir le système de gouvernance et la rémunération des dirigeants. Ce cadre conceptuel est ensuite utilisé pour l'analyse du cas Vinci, l'étude de cas étant une méthode de recherche particulièrement bien adaptée pour l'étude de phénomènes sociaux dynamiques, et complexes par le nombre d'acteurs impliqués (Wirtz, 2000). Notre travail constitue alors un véritable apport à la recherche en matière de rémunération des dirigeants. La plupart des études sur la rémunération travaillent sur de grands échantillons et procèdent à des analyses en coupe instantanée. Ces approches quantitatives en coupe instantanée négligent, par construction, le caractère processuel du phénomène de prise de décision en matière de rémunération. L'étude de cas que nous présentons possède donc un caractère inédit et novateur pour la recherche sur la rémunération des dirigeants. En effet, les études de cas ont une longue tradition en sciences de gestion, mais leur mise en œuvre est délicate pour le sujet étudié. L'accès à des données qualitatives fiables concernant ce sujet particulièrement sensible s'avère difficile. Nous avons alors porté nos efforts sur l'analyse d'un cas litigieux, qui a été jugé devant les tribunaux, et pour lequel nous avons eu accès aux éléments d'un débat contradictoire.

Cet article est structuré de la façon suivante. Tout d'abord, nous exposons l'état de l'art nous permettant de construire notre cadre d'analyse qui présente le processus décisionnel en

matière de rémunération des dirigeants dans le cadre d'une gouvernance élargie. Ensuite, nous décrivons notre méthodologie de recherche afin d'évaluer la plausibilité de nos propositions. L'analyse de nos résultats est détaillée dans un troisième point. Enfin, nous présentons notre conclusion.

1. LE PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS : UNE ANALYSE THEORIQUE

Cet article a pour but d'étudier le processus de détermination de la rémunération des dirigeants tel qu'il se déroule dans le champ d'interaction entre acteurs et mécanismes de la gouvernance. Certains acteurs (actionnaires, administrateurs, …) sont susceptibles d'utiliser les mécanismes de gouvernance en tant que leviers dans le processus de détermination de la politique de rémunération. Pour modéliser le processus qui subit l'influence de ces leviers, nous adoptons une approche synthétique de la gouvernance. A l'intérieur de celle-ci, nous focalisons l'analyse plus spécifiquement sur deux leviers : disciplinaire et comportemental. Ceux-ci nous semblent particulièrement pertinents pour l'analyse de la rémunération. En effet, l'approche disciplinaire de la gouvernance procède essentiellement d'une étude des mécanismes de gestion des conflits d'agence, et l'appropriation d'une part de la rente organisationnelle à travers la rémunération des dirigeants est une source potentielle de coûts d'agence. Par ailleurs, l'appropriation d'une importante rémunération, peut être, dans certaines situations, guidée par une surestimation par le dirigeant de sa propre valeur pour l'entreprise, phénomène parfois désigné par le terme d'hubris managériale. Les mécanismes de gouvernance jouent donc potentiellement un rôle de débiaisage. Le contre-pouvoir potentiellement exercé par certains acteurs de la gouvernance peut néanmoins se voir contrarié par l'action de certains biais comportementaux, et les mécanismes de gouvernance seraient alors entachés à leur tour de biais. Les mécanismes de gouvernance, sont donc susceptibles d'agir comme des leviers disciplinaires et comportementaux en matière de détermination de la rémunération.

1.1. Gouvernance disciplinaire

Le courant disciplinaire s'appuie sur la vision contractuelle de la firme, issue des théories des droits de propriété, des coûts de transaction et de l'agence. Selon cette vision, la firme est un « *nœud de contrats* » entre les différents acteurs aux objectifs divergents et conflictuels et

dont le niveau d'information est inégal. Le courant disciplinaire de la gouvernance comporte deux approches : l'approche actionnariale et l'approche partenariale.

L'approche disciplinaire actionnariale est largement dominante. Elle trouve son origine dans la théorie de l'agence, et plus particulièremment l'analyse pionnière de Jensen et Meckling (1976). Selon cette approche des coûts d'agence sont engendrés par l'existence de conflits d'intérêts potentiels (e.g. la volonté d'une appropriation d'une rémunération démesurée par le dirigeant au détriment des actionnaires) dans un contexte d'asymétrie d'information. Dans cette perspective, le rôle des mécanismes de gouvernance serait d'exercer une discipline sur le comportement du dirigeant, afin d'obtenir un alignement de son comportement avec les intérêts des actionnaires.

Dans l'approche disciplinaire actionnariale, les seuls créanciers résiduels de l'entreprise sont les actionnaires et l'efficacité des mécanismes de gouvernance se mesure par rapport à la seule valeur actionnariale. Toutefois, cette vision a fait l'objet de critiques, fondées notamment sur le fait que l'observation de la pratique de la gouvernance dans les pays d'Europe occidentale montre l'intervention de parties prenantes (*stakeholders*) autres que les seuls actionnaires.

Inspirée par la théorie des parties prenantes de Freeman (1984), la recherche sur la gouvernance partenariale trouve son origine dans la représentation de la firme comme nœud de contrats entre l'ensemble des parties prenantes (actionnaires, salariés, fournisseurs, Etat …) (Hill et Jones, 1992 ; Charreaux et Desbrières, 1998). La rente organisationnelle, ou valeur partenariale, est le résultat de la contribution de l'ensemble des fournisseurs de ressources, pas uniquement financières, et leurs apports respectifs dépendent de leurs coûts d'opportunité. Répartir la rente organisationnelle au-delà du cercle restreint des actionnaires est alors potentiellement un moyen d'inciter les parties prenantes à fournir le meilleur effort dans l'intérêt d'une production de richesse collective.. Dans cette approche – que l'on retrouve notamment dans les travaux de Blair (1995), de Charreaux et Desbrières (1998) et de Zinglas (2000) – l'actionnaire perd son statut de créancier résiduel exclusif. En effet, selon l'approche partenariale, toutes les parties prenantes (*stakeholders* en anglais) assument une part du risque résiduel. Par conséquent, il est légitime et économiquement justifié qu'ils reçoivent une part de la valeur créée.

Ainsi, comme d'autres parties prenantes, le dirigeant fournit un actif immatériel, acte pour lequel il désire se faire rémunérer. Toutefois, Hill et Jones (1992) mettent en exergue des particularités du dirigeant par rapport à d'autres *stakeholders*. En effet, il est considéré comme

le seul acteur à être en relation avec l'ensemble des autres parties prenantes, compte tenu de sa position centrale dans le nœud de contrats. Dans ce sens, Castanias et Helfat (1991) soulignent le rôle du dirigeant dans la création de la rente organisationnelle en mettant l'accent sur les rentes managériales qui ne sont créées que grâce aux capacités des dirigeants. Autrement dit, les connaissances spécifiques des dirigeants peuvent être source de rentes qui profitent aussi bien à la firme, aux actionnaires qu'à eux-mêmes.

En conclusion, sous cet angle partenarial, l'efficacité du système de gouvernance s'évalue en fonction de sa capacité à garantir la viabilité de la coalition entre les parties prenantes de l'entreprise, afin qu'elle soit durablement créatrice de valeur pour tous (Vatteville, 2008). Le rôle des mécanismes de gouvernance, dans cette approche, reste cependant essentiellement disciplinaire, sauf que l'alignement des intérêts ne s'opère plus au seul profit des actionnaires, mais aussi des autres parties prenantes. Dans cette optique, la « bonne » gestion de la rémunération des dirigeants est celle qui concourt au maintien efficace de la coalition organisationnelle.

Toutefois, à son tour, cette approche n'échappe pas à un certain nombre de limites. Les objectifs de l'ensemble des parties prenantes sont multiples, hétérogènes et parfois difficiles à mesurer, ce qui pose la question du contrôle de la conformité des actions de l'organisation avec ces objectifs (Meier et Schier, 2008). De même, dans l'approche partenariale, et comme pour l'approche actionnariale, la création de valeur est essentiellement d'origine disciplinaire : il s'agit de déterminer, en faisant jouer les leviers de la gouvernance, une répartition optimale de la rente créée permettant de minimiser les conflits d'agence entre toutes les parties prenantes.

Toutefois, l'approche disciplinaire de la gouvernance, qu'elle soit actionnariale ou partenariale, ainsi que de sa relation avec la rémunération des dirigeants suppose une rationalité économique fondée sur la maximisation de l'espérance d'utilité par les différents agents économiques (dirigeants, administrateurs, actionnaires, …) et n'intègre pas d'éventuels biais psychologiques et comportementaux dans l'explication des phénomènes.

1.2. Gouvernance comportementale

Le courant comportemental s'est constitué à l'origine pour expliquer les anomalies des marchés financiers par rapport au paradigme dominant de l'efficience informationnelle.

Selon Charreaux (2005), l'intégration de cette dimension dans les recherches sur la gouvernance des entreprises a fait l'objet de relativement peu d'études à l'origine (Wirtz, 2002 ; Jensen et Murphy, 2004). L'intégration d'éléments comportementaux dans les modèles

de la gouvernance a cependant été suggérée par certains des promoteurs de la théorie de l'agence eux-mêmes, à l'instar de Jensen (1994) avec son « *Pain Avoidance Model* » (le modèle d'évitement de la douleur). L'intérêt d'une approche comportementale pour comprendre les phénomènes liés à la rémunération, notamment sous forme de stock options, a ensuite été approfondi dans un article de Jensen (2005) qui consacre le concept de « coûts d'agence de la surévaluation ».

Cette approche apporte une certaine nouveauté par rapport aux théories précédentes (disciplinaires), dans la mesure où elle prend en compte l'impact des biais comportementaux sur les décisions des agents économiques, particulièrement celles des dirigeants, mais pas seulement. Ces biais sont définis « *en faisant référence à une norme idéale correspondant au comportement qui résulterait d'une rationalité parfaite, substantielle* » (Charreaux, 2005, p. 217).

Plusieurs auteurs se sont interrogés sur l'origine des biais décisionnels. Toutefois, la classification de ces biais est loin d'être normalisée, mais on peut distinguer généralement les biais d'origine cognitive et ceux d'origine émotionnelle. Pour en avoir une classification plus complète, on peut se référer à la typologie de Greenfinch (2005), qui propose une classification des biais selon leur origine cognitive ou émotionnelle, ou encore selon leur nature individuelle ou collective. Leur prise en considération amène à redéfinir le rôle du système de gouvernance. Ces biais seraient à l'origine de pertes de valeur plus importantes que celles liées à l'opportunisme des dirigeants (Charreaux, 2011). Le rôle du système de gouvernance consisterait alors à réduire ces biais constatés au niveau du comportement de certains dirigeants ou bien à corriger leurs effets négatifs (Charreaux, 2008a). Notons cependant que les acteurs de la gouvernance eux-mêmes (e.g. les administrateurs) peuvent être sujets à des biais comportementaux.

Après avoir présenté les différents courants théoriques de la gouvernance, nous passons à présent à étudier le processus de détermination de la rémunération, tel qu'il se déroule réellement, dans le champ d'interaction des différents acteurs et mécanismes de la gouvernance.

2. LE PROCESSUS DECISIONNEL EN MATIERE DE REMUNERATION DES DIRIGEANTS DANS UN CADRE ELARGI DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

Pour modéliser le processus décisionnel en matière de politique de rémunération, nous partons d'une représentation stylisée du processus de prise de décision en lien avec la gouvernance, telle que proposée dans certains travaux fondateurs sur la gouvernance. Fama et Jensen (1983) distinguent, en effet, quatre étapes dans le processus de prise de décision. Premièrement, l'initiative. Elle consiste à élaborer les projets et à définir l'ensemble des choix réalisables. Deuxièmement, la ratification. C'est le choix des propositions à mettre en œuvre. Troisièmement, la mise en œuvre. Elle consiste principalement à exécuter les différentes décisions ratifiées. Quatrièmement, la surveillance. Cette étape permet de vérifier si les résultats obtenus répondent ou non aux objectifs fixés.

La fonction d'initiative et de la mise en œuvre sont regroupées sur le plan analytique pour former la fonction décisionnelle. Celles de ratification et de surveillance sont associées pour définir la fonction de contrôle. Selon Fama et Jensen (1983), cette séparation est très utile dans le sens où elle permet théoriquement de réduire les coûts d'agence. En effet, le contre-pouvoir instauré, grâce à la ratification et à la surveillance, est censé permettre de contrebalancer l'opportunisme potentiel des dirigeants. Comme toute autre décision stratégique, la rémunération des dirigeants ne devrait pas échapper à cette analyse afin d'éviter que le dirigeant fixe lui-même sa rémunération, sans autre forme de procès.

2.1. Les déterminants disciplinaires du processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants : perspective actionnariale

La théorie de l'agence prévoit que la séparation de la propriété et du management augmente le potentiel d'un comportement intéressé de la part du dirigeant au détriment des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). Dans ce cadre, le rôle du système de gouvernance consiste à exercer une forte discipline sur le processus décisionnel afin qu'il soit conforme aux intérêts des actionnaires. Ainsi, comme toute autre décision stratégique, la décision en matière de rémunération des dirigeants est censée ne pas échapper de la discipline du système de gouvernance, de sorte que cette décision conduise à l'établissement d'un régime de rémunération qui soit en rapport avec les qualités des dirigeants, mais aussi qu'il soit bénéfique pour les actionnaires. Ces derniers cherchent à ce que la relation entre la rémunération et la performance soit forte afin d'inciter les dirigeants à exercer un effort productif en accord avec les intérêts des actionnaires (André et Schiehll, 2004)[1]. Ainsi, les

[1] Notons toutefois que, selon le modèle canonique de l'agence, ce couplage fort entre performance actionnariale et rémunération des dirigeants se justifie uniquement dans des contextes où la latitude du dirigeant à influencer la

actionnaires sont poussés à prêter une attention particulière à toute décision de rémunération mettant potentiellement en péril leur richesse. A cet égard, plusieurs mécanismes ont été identifiés comme un vecteur disciplinaire important pour mieux définir la politique de rémunération des dirigeants.

En s'inscrivant dans le cadre traditionnel de la gouvernance, plusieurs auteurs présument que la dimension disciplinaire est souvent associée au conseil d'administration (Fama et Jensen, 1983). Dans cette perspective, le conseil d'administration peut jouer un rôle de contre-pouvoir, essentiellement chargé de ratifier les décisions de rémunération des dirigeants et de contrôler leur mise en œuvre afin qu'elles soient conçues dans les meilleurs intérêts des actionnaires. Cette fonction disciplinaire exercée par le conseil est susceptible d'être d'autant plus efficace que le conseil est rehaussé par l'inclusion de membres indépendants de la direction (Jensen, 1993).

Proposition 1 : Selon la perspective disciplinaire actionnariale, le conseil d'administration interviendrait comme un levier disciplinaire pour ratifier et surveiller en toute indépendance les décisions en matière de rémunération.

Toujours dans le cadre de l'approche actionnariale, d'autres mécanismes peuvent intervenir, parmi lesquels on trouvera notamment le comité de rémunération. Les pratiques de « *bonne gouvernance* » recommandées par les codes de bonne conduite incitent les entreprises à créer des comités spécialisés, tel que le comité de rémunération (Wirtz, 2008a). En effet, lorsqu'il se prononce sur la question de la rémunération des dirigeants, le conseil d'administration n'a pas toujours toutes les données à sa disposition pour prendre une décision bien renseignée et pertinente. Donc, le comité de rémunération est créé dans le but de faciliter le travail du conseil d'administration quant à la fixation des régimes de rémunération des dirigeants, en proposant les formules de rémunération les plus adéquates pour garantir les intérêts des actionnaires. Ainsi, dans ce contexte disciplinaire, la présence du comité de rémunération est dédiée à la prévention des comportements managériaux opportunistes en s'assurant que la rémunération soit en cohérence avec les intérêts des actionnaires. Le comité de rémunération peut être aidé dans ses missions par des consultants en rémunération afin d'obtenir un avis indépendant sur les questions relatives à la rémunération des dirigeants. Les conseillers

performance est effectivement forte. A l'inverse, si la latitude du dirigeant est faible, une rémunération fixe s'avérerait plus efficace.

externes en rémunération, en raison de leur expertise, sont en mesure de proposer des stratégies de rémunération raisonnables qui prennent en compte de données comparatives sur la rémunération accordée aux dirigeants d'un même secteur d'activité (Crête, 2004 ; Bebchuk et Fried, 2004).

Dans ce sens, le recours aux consultants en rémunération peut être un moyen de rassurer les actionnaires sur l'efficacité des propositions du comité de rémunération. On remarque donc que le comité de rémunération ainsi que les consultants interviennent principalement en contraignant la phase d'initiative. Ces arguments justifient la proposition 1a.

Proposition 1a : Pour être en mesure d'agir par la ratification comme un levier disciplinaire sur la fixation de la rémunération des dirigeants, le conseil d'administration peut être assisté dans la phase d'initiative par le comité de rémunération et des conseillers externes en matière de rémunération.

Bien que la théorie de l'agence et les textes règlementaires qui s'en inspirent accordent un rôle prédominant au conseil d'administration et à un comité de rémunération majoritairement indépendant dans la détermination de la rémunération des dirigeants, dans les faits, les mécanismes de gouvernance que nous venons de décrire, ne sont pas toujours efficaces pour prévenir les comportements opportunistes. En effet, dans la pratique, certains dirigeants sont en mesure de peser eux-mêmes plus ou moins lourdement sur la fixation de leur propre rémunération.

2.2. Remise en cause du rôle des mécanismes de gouvernance dans le cadre de l'approche disciplinaire actionnariale

Bebchuk et *al*. (2002) trouvent que les décisions en matière de rémunération ne semblent pas être prises en fonction de paramètres objectifs, ce qui laisse penser qu'elles comportent une bonne part d'arbitraire qui naît de la situation de dépendance à l'égard de la direction dans laquelle se trouvent les administrateurs (du conseil d'administration et du comité de rémunération). Cette dernière serait due essentiellement aux réseaux sociaux des dirigeants.

Un réseau social peut être défini comme « *un ensemble de nœuds (personnes, organisations, groupes sociaux) liés par des relations sociales (l'amitié, le transfert de ressources, […]) d'un type spécifique* » (Laumann et *al.*, 1978, p. 458). En effet, par le terme de réseau social

est désigné une structure particulière qui est composée par des relations entre des individus. Selon Scott (1991), ces relations peuvent prendre trois formes : les relations personnelles (amitié, voisinage, interconnections des instances dirigeantes,…), les relations de capital (octroi de crédit, actionnariat,…) et les relations commerciales (opérations d'achat, de vente,…).

En étant centrés sur les réseaux des dirigeants, plusieurs auteurs[2] montrent que l'appartenance d'un dirigeant français à un réseau relationnel est due essentiellement aux liens d'amitié. Ces liens se sont créés grâce au passage par les mêmes écoles (Yeo et *al*., 2003) ou bien par les présences à de multiples conseils (Pichard-Stanford, 2000).

En analysant les formations supérieures des dirigeants français des entreprises du CAC 40 à la fin de 2007, Dudouet et Joly (2010) trouvent une forte prédominance des anciens élèves des grandes écoles : 84% des dirigeants du CAC 40 en sont issus dont 67% des « très » grandes écoles (Polytechnique (X), Centrale Paris, Mines de Paris, Ponts, HEC, l'ESSEC,…)

Une autre spécificité du contexte français qui peut renforcer le réseau social d'un dirigeant est représentée par les interconnexions d'instances dirigeantes. Ce phénomène existe lorsqu'un administrateur est membre dans deux ou plusieurs conseils d'administration (Scott, 1991).

« *La gouvernance des firmes françaises est caractérisée par une forte densité des liens interconseils : 18% des firmes françaises ont des administrateurs multimandatés contre respectivement 15% et 12% de leurs homologues anglo-saxonnes et germaniques (Stokman et Wasser, 1985)* » constate Pichard-Stanford (2000, p. 143).

Ces liens entre dirigeants, qui sont particulièrement denses en France, permettent potentiellement au dirigeant de s'enraciner (Charreaux, 2003), et par conséquent de s'affranchir, au moins partiellement, de la tutelle de son conseil d'administration (Pigé, 1998).

Pichard-Stamford (2000) signale que ces réseaux encouragent les stratégies de collusion entre administrateurs et dirigeants dans le souci mutuel de maintenir les avantages acquis (Zeitlin, 1974). D'autre part, ils empêchent une implication suffisante des administrateurs dans leurs devoirs de contrôle (Paquerot et Carminatti-Marchand, 2003). Etant centré sur la rémunération des dirigeants, Vigliano et Barré (2010) supposent que les réseaux sociaux doivent permettre au dirigeant d'atteindre ses objectifs personnels, et notamment une rémunération plus élevée. En effet, les administrateurs peuvent adopter des décisions en matière de rémunération ménageant les intérêts des dirigeants, à condition que cet effort soit récompensé par les dirigeants agissant comme administrateurs dans leurs firmes (Bebchuk et

[2]Kadushin (1995) ; Bauer et Bertin-Mourot (2003).

Fried, 2004). Sur cette base, le pouvoir détenu par le dirigeant, grâce à ces relations, peut atténuer le contrôle du conseil d'administration ou bien influencer les initiatives prises par le comité de rémunération.

En plus des réseaux sociaux des dirigeants, les administrateurs sont dépendants de la direction en raison de la gratitude qu'ils ressentent d'avoir occupé un poste prestigieux, lucratif et peu exigeant (St-Onge et Magnan, 2008). A titre d'exemple, un administrateur américain peut toucher en moyenne une rémunération de 180000 dollars pour 20 jours de travail (Moriarty, 2006). Concernant le contexte français, Broye et Moulin (2012) trouvent qu'en moyenne l'ensemble des administrateurs non exécutifs ont reçu pour la période allant de 2005 à 2007 une enveloppe de 454 k€ par entreprise. Si ce sont les dirigeants qui soumettent les noms des administrateurs aux actionnaires afin que ceux-ci les élisent, les administrateurs, par gratitude et pour poursuivre leur mandant le plus longtemps possible, peuvent être tentés de favoriser le dirigeant à propos des questions relatives aux régimes de rémunération. Dans ce sens, Ezzamel et Watson (1998) ont constaté qu'une rémunération élevée des dirigeants entraîne une augmentation importante pour les administrateurs. En effet, la corrélation entre les deux rémunérations serait expliquée par une certaine réciprocité : l'administrateur ayant approuvé une rémunération favorable au dirigeant verrait ce dernier proposer une rémunération récompensant l'administrateur conciliant. Notons enfin que les moyens supplémentaires mis à la disposition des administrateurs, comme les conseillers en rémunération, peuvent se retrouver dans une situation de dépendance à l'égard de la direction, et par conséquent ils ne remplissent pas forcément leur rôle en toute objectivité. Selon Bebchuk et Fried (2004), un consultant qui n'aurait pas conçu un régime de rémunération jugé favorable pourrait se retrouver dans une situation d'impasse professionnelle. En effet, dans le monde des affaires, les dirigeants forment un réseau au sein duquel les informations circulent rapidement (Baret et *al*., 2006). Si une personne est identifiée hostile aux dirigeants, par esprit de solidarité, les autres dirigeants sont susceptibles de le considérer comme étant hostile. Ainsi, les consultants en rémunération qui craignent d'être « mis sur la touche » sont davantage susceptibles de recommander les contrats de rémunération qui favorisent les dirigeants. En outre, les consultants en rémunération des dirigeants désirent plaire aux dirigeants afin d'obtenir par la suite d'autres missions au sein de la même entreprise. A cet égard, les conseillers externes en matière de rémunération sont susceptibles de soutenir la position de la direction au détriment des intérêts des actionnaires (Conyon, 2011). Ces développements nous permettent de formuler la proposition 2.

Proposition 2: Les dirigeants fortement connectés à des réseaux importants sont dans une position de supériorité par rapport aux administrateurs et au consultants, ce qui leur permet de maîtriser le processus menant à la détermination de leur propre rémunération.

2.3. Les déterminants disciplinaires du processus décisionnel de rémunération des dirigeants : perspective partenariale

L'approche partenariale stipule que toutes les parties prenantes assument potentiellement une part du risque résiduel et, dès lors, il est légitime qu'ils reçoivent une part de la rente créée. Dans la perspective de ce modèle, le rôle du système de gouvernance consiste à discipliner le comportement des dirigeants afin de sauvegarder les intérêts de chacune des parties prenantes et d'atténuer leur perte d'utilité potentiellement induite par des conflits d'agence entre de multiples *stakeholders* (Hill et Jones, 1992). En adoptant cette approche, nous pouvons considérer que les décisions en matière de rémunération des dirigeants peuvent entraîner des conséquences pour l'ensemble des *stakeholders* si les décisions prises sont perçues favoriser le seul intérêt des dirigeants, fragilisant ainsi les équilibres de la coalition organisationnelle. A titre d'exemple, une rémunération excessive peut empêcher les salariés de bénéficier des augmentations qu'ils désirent, étant donné que les ressources de l'entreprise sont grevées par les régimes de rémunération des dirigeants (Stout, 2011).

Nous constatons donc que les parties prenantes autres que les actionnaires peuvent être affectées par les décisions en matière de rémunération des dirigeants. Ainsi, dans le cadre de l'approche partenariale, les *stakeholders* sont incités à intervenir à travers un certain nombre de mécanismes pour limiter l'influence du dirigeant sur le processus de détermination de sa rémunération. Notons toutefois qu'il s'agit d'un élargissement et non d'une remise en cause des mécanismes de gouvernance exposés précédemment dans l'approche traditionnelle. En effet, plusieurs mécanismes peuvent potentiellement être mobilisés par d'autres parties prenantes que les actionnaires. La présence des représentants des salariés dans le conseil d'administration peut être expliquée dans cette perspective (Charreaux, 2008a). Mais, il y a bien d'autres mécanismes qui peuvent intervenir dans le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants. Dans le cadre de ce travail, nous nous limitons au rôle des médias et du recours judiciaire, qui sont souvent mobilisés par des parties prenantes telles que les syndicats, les salariés, l'opinion publique,….

2.3.1. Les médias

Le rôle des médias dans la gouvernance des entreprises est peu étudié dans les travaux de recherche[3]. Pourtant la plupart de ces études ont montré l'importance des médias en tant que mécanisme de gouvernance par l'intermédiaire de deux principaux leviers de discipline : l'information et la réputation (Moris, 2011). Ainsi, les médias diffusent des informations sur les entreprises aux différentes parties prenantes (Johnson et *al*., 2005) en leur permettant ainsi d'agir sur l'espace discrétionnaire du dirigeant. Les médias s'appuient aussi sur le levier de la réputation, c'est-à-dire sur la pression qu'ils exercent sur la notoriété et l'image du dirigeant. En effet, selon leur degré de contentement ou de mécontentement, les médias peuvent dégrader ou bien améliorer la réputation des dirigeants, et par conséquent influer sur le fonctionnement et la rentabilité des entreprises (Skeel, 2001). Dans ce sens, des études récentes trouvent que les médias détectent les fraudes au sein de l'entreprise (Miller, 2006), poussent les dirigeants à prendre des mesures correctrices (Jennifer et *al.*, 2009), entraînent le départ des dirigeants jugés incompétents (Farrell et Whidbee, 2002) ou bien influencent la politique de rémunération des dirigeants (Core et *al.*, 2008 ; Kuhnen et Nissen, 2010). Notre propre recherche article s'intéresse à ce dernier type d'intervention.

Bien qu'il y ait de nombreuses recherches sur les déterminants de la rémunération des dirigeants, il y a eu peu d'études sur l'influence des médias sur la politique de rémunération des dirigeants (Bebchuck et Fried, 2004 ; Core et *al*., 2008). Pourtant, les rémunérations des dirigeants des grandes sociétés sont un sujet particulièrement sensible en matière d'opinion publique. En effet, les médias s'en font largement l'écho. Dans ce cadre, et en se référant à la base de données *Factiva*, nous pouvons observer qu'il n'existe pas une année sans que la presse française se penche sur la question de la rémunération des dirigeants (Tableau 1).

Tableau 1: L'évolution du nombre d'articles sur la rémunération des dirigeants pour la période 2000-2010.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010

[3]La plupart de ces travaux concerne le contexte anglo-saxon (Djankov et *al*., 2001 ; Dyck et Miller, 2006 ; Zingales, 2002). Concernant le contexte français, nous pouvons noter les travaux ambitieux de Moris (2010, 2011).

Nombre d'articles[4]	34	40	127	257	183	180	223	300	898	1570	312

Source : Factiva

Dans ces débats, les médias jouent souvent un rôle essentiel en soulignant les aspects perçus comme choquants des décisions en matière de rémunération et en les diffusant à grande échelle. Crête (2004) souligne que les politiques de rémunération des dirigeants sont souvent « *le point de mire* » des médias qui n'hésitent pas à critiquer les comportements susceptibles de porter atteinte aux intérêts des parties prenantes. Cette couverture médiatique, souvent négative, n'est pas sans conséquence sur le processus décisionnel de rémunération des dirigeants (Kuhnen et Nissen, 2010).

Relativement à la typologie décisionnelle retenue, les médias interviennent à la fois en facilitant la phase de surveillance et en même temps en contraignant les phases d'initiative et de mise en œuvre. Ainsi, lorsqu'ils révèlent au public les montants attribués aux dirigeants, les médias remplissent la mission de contrôle (Core et *al.*, 2008). Miller (2006) qualifie les médias, en particulier la presse, de « *chien de garde* » en faisant référence aux journalistes qui alertent l'opinion publique. En effet, les médias peuvent découvrir des fraudes qu'ils rendent publiques par la suite (Moris, 2011). Ce rôle de surveillance joué par les médias permet aux parties prenantes de l'entreprise de mieux contrôler les décisions en matière de rémunération des dirigeants.

Les médias peuvent aussi contraindre la phase de mise en œuvre. Comme nous l'avons déjà signalé, les médias peuvent faire pression sur les différents décideurs de l'entreprise au moyen de la réputation. En effet, ils peuvent l'entacher ou l'améliorer par les informations qu'ils transmettent (Moris, 2011). Or, le risque lié à la réputation que supportent les dirigeants ou les administrateurs peut porter atteinte à leur statut et à leur prestige et éventuellement mettre en péril les perspectives de revenus futurs (Cox, 1997). La crainte d'une mauvaise publicité peut par conséquent inciter les dirigeants et les administrateurs à éviter les rémunérations perçues comme abusives ou injustes (Crête, 2004). Ainsi, ces dernières années, les stock-options ont fait l'objet d'une grande couverture médiatique en raison des plus-values excessives réalisées par les dirigeants au moment d'exercice de leurs options. Dans ce sens, Core et *al*., (2008), en étudiant 11000 articles de presse, trouvent qu'une couverture médiatique négative concernant la rémunération est souvent associée à l'exercice d'options par les dirigeants. En raison de

[4] La recherche a porté sur les expressions « rémunération des dirigeants » et « salaire des dirigeants » ayant été publiées par les principaux journaux français (généraux et d'affaires).

cette couverture, l'image des dirigeants peut se trouver entachée aux yeux du grand public (Kuhnen et Nissen, 2010).

Pour faire face à la couverture médiatique qui nuit à la réputation, plusieurs dirigeants ont choisi de refuser tout ou une partie de leurs stock-options. Par exemple, en mars 2009, la rémunération du dirigeant de la Société Générale a fait l'objet d'une grande publicité dans la presse[5]. En effet, le 9 mars 2009, le conseil d'administration de la société a décidé d'attribuer 70000 options (soit l'équivalent de 1,7 Millions d'euros) à son président Daniel Bouton. Il s'en était suivi de très vives critiques à l'égard d'une telle décision alors que l'Etat accordait des aides substantielles à la société. Finalement, le dirigeant du groupe a renoncé à ses stock-options.

Notons enfin que les médias peuvent également agir dans la phase d'initiative. En se basant sur les théories institutionnelles, Magnan et *al.* (2000) signalent que les entreprises ne peuvent plus proposer des décisions sans se préoccuper des attentes et des réactions des parties prenantes, généralement mobilisées par les médias. Cela est susceptible de concerner au premier chef les très grandes entreprises qui ont une exposition médiatique forte. En outre, Weisbach (2007) trouve que les entreprises proposent des formes de rémunération qui ne sont pas abordées par la presse afin de ne pas attirer l'attention du public. Ces développements nous permettent de formuler la proposition 3 :

Proposition 3 : En communiquant les informations sur les montants attribués aux dirigeants et en menaçant leur réputation, les médias peuvent amener les administrateurs (du conseil d'administration et du comité de rémunération) et les dirigeants à adopter des modes de rémunération qui répondent aux attentes de l'ensemble des parties prenantes.

Notons enfin que les médias agissent rarement seuls et sont souvent en interdépendance avec les autres mécanismes de gouvernance (Dyck et Zingales, 2005). Par exemple, les régulateurs privés et publics peuvent s'appuyer sur une presse dynamique. Plusieurs lois et réformes en matière de rémunération des dirigeants ont été élaborées sous la pression de la presse. A titre d'information, après la publication dans *Business Week* d'un article intitulé « *Are CEOs paid too much ?* », le Sénateur Levien et le président Clinton ont suggéré une législation pour réglementer la rémunération des dirigeants. Un autre mécanisme peut interagir avec les

[5] En se référant à la base des données *Factiva*, cette polémique a fait l'objet d'une publication de 254 articles.

médias : il s'agit du recours judiciaire. En effet, le rôle des médias se limite à diffuser de l'information qui permet aux parties prenantes de déclencher des poursuites judiciaires. Dans ce qui suit, nous revenons plus en détail sur le rôle du recours judicaire dans le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants.

2.3.2. Le recours judicaire

La gouvernance d'une entreprise est un système complexe et dynamique. Divers mécanismes sont mis en place en son sein afin d'encadrer la rémunération des dirigeants en vue de prévenir d'éventuels comportements opportunistes. Parmi ces mécanismes, ont notamment été étudiés le conseil d'administration et le comité des rémunérations. Néanmoins, ces mécanismes ne sont pas toujours efficaces pour prévenir les éventuels abus des dirigeants (Loewenstein, 2000). On peut même, dans certains cas, observer «*une capture* » des conseils d'administration et des comités des rémunérations par les dirigeants (Bebchuk et *al*., 2002). En effet, la domination de ces derniers peut s'exercer au moment de la sélection des administrateurs et à l'occasion de la mise en place des régimes de rémunération. Selon Crête (2004), le temps limité dont disposent les administrateurs pour évaluer les implications économiques du régime de rémunération envisagé pourrait expliquer la difficulté pour les administrateurs de s'opposer à la mise en place d'une politique de rémunération qui apparaît *a posteriori* comme excessive. Pour compléter ces mécanismes qui se révèlent parfois inefficaces, le cadre réglementaire[6]confère aux tribunaux un pouvoir de contrôle leur permettant d'intervenir en cas de violation des intérêts des parties prenantes (Rousseau, 2004). Le recours judiciaire, bien qu'il se manifeste rarement au niveau des questions relatives à la rémunération des dirigeants, constitue ainsi un instrument complémentaire de gouvernance grâce au contrôle que les tribunaux peuvent exercer à l'égard des dirigeants afin de protéger les actionnaires et les autres parties prenantes dont les droits et les intérêts seraient atteints par d'éventuels comportements illégaux de la part des dirigeants (Romano, 1991).

L'influence du contrôle judiciaire sur le processus décisionnel peut s'exercer de deux manières. D'abord, le contrôle judicaire peut exercer une fonction réparatrice une fois le jugement prononcé. Une ordonnance d'injonction ou d'annulation peut écarter un régime de rémunération jugé excessif (Crête et Rousseau, 2002). Au-delà de cette ordonnance d'injonction ou d'annulation, le tribunal peut aussi imposer des changements dans la gouvernance interne de l'entreprise, notamment en ordonnant la modification de la

[6] Voir par exemple l'article 242-6 du code de commerce relatif à l'abus de pouvoir dans les sociétés anonymes.

composition du conseil d'administration. Ensuite, le contrôle judicaire peut avoir une capacité dissuasive. En effet, la prise en considération de la réalité des poursuites judiciaires telle qu'elle est vécue par certains dirigeants ou administrateurs pourra susciter une crainte suffisante auprès des acteurs évoluant dans un milieu similaire. Ceux-ci peuvent appréhender les conséquences négatives d'un recours qui incluent non seulement le coût financier (le paiement des dommages et intérêts imposé par le tribunal) mais aussi le coût d'ordre social et émotionnel (Black et *al*., 2006). Autrement dit, la réprobation sociale qui résulte souvent d'une poursuite judicaire peut porter atteinte au statut et au prestige des défendeurs et peut mettre en péril les perspectives de promotion d'emploi et de revenus futurs de ces derniers (Cox, 1997). Notons que l'atteinte à la réputation est plus importante si la poursuite fait l'objet d'une large couverture médiatique (Crête, 2004). Bebchuk et *al*. (2002) considèrent que cette pression représente des coûts pour les dirigeants que les auteurs désignent comme étant les « *coûts du scandale* ». Ces arguments nous permettent de formuler la proposition 4.

Proposition 4 : Le recours judiciaire influence la politique de rémunération des dirigeants (a) indirectement à cause de son effet dissuasif (et cela potentiellement dès la phase d'initiative) et (b) directement au niveau de la phase de surveillance avec un effet potentiellement réparateur.

En résumé, la vision partenariale de la gouvernance, en partant du postulat que les parties prenantes autres que les actionnaires sont concernées par la rémunération des dirigeants, permet de mieux tenir compte du rôle de certains mécanismes de gouvernance autres que le conseil d'administration. Ces mécanismes interviennent pour limiter la latitude managériale de telle manière que les décisions en matière de rémunération des dirigeants pouvant affecter les parties prenantes soient contraintes. Les informations fournies par les médias et le recours judiciaire peuvent être expliqués dans cette perspective. Ces deux mécanismes peuvent intervenir pour faciliter la phase de surveillance ou pour contraindre l'initiative et la mise en œuvre de la décision. Au-delà de l'éventuel dommage causé à la réputation de la société qui embauche le dirigeant, ce dernier est concerné par les effets négatifs d'une couverture médiatique ou d'une poursuite judiciaire à l'égard de sa propre réputation. La prise en considération de ces effets qui peuvent être de nature économique, sociale et émotionnelle devrait, en principe, décourager les dirigeants et les administrateurs d'agir de manière déloyale. Toutefois, les médias et le recours judiciaire peuvent ne pas remplir efficacement

leur rôle en tant que mécanisme de gouvernance. En effet, les médias peuvent biaiser les informations de manière à satisfaire la demande des consommateurs qui cherchent plutôt un divertissement que de l'information. En outre, l'action judiciaire se manifeste rarement sur les questions relatives à la rémunération des dirigeants. De plus, la poursuite judiciaire peut durer plusieurs années avant qu'un jugement n'intervienne.

2.4. Les déterminants comportementaux du processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants

A l'instar de la finance de marché qui fait appel à l'approche comportementale pour expliquer les anomalies des marchés financiers (Charreaux, 2005), l'étude de la détermination de la rémunération des dirigeants dans une perspective comportementale peut être motivée par le pouvoir explicatif limité de la théorie de l'agence. En effet, la rémunération des dirigeants, comme toute autre décision, est prise sous l'influence d'individus (e.g. les dirigeants) ou par des groupes d'individus (conseil d'administration, comité de rémunération,…). Cette décision est susceptible d'être affectée par des biais cognitifs et émotionnels, individuels ou collectifs (Greenfinch, 2005). Les biais comportementaux peuvent par exemple engendrer des coûts d'agence supplémentaires (Jensen, 2004), non pris en compte par l'approche standard de la théorie de l'agence, appelés « coûts d'agence de la surévaluation ». Selon cette approche récente de Jensen, des rémunérations excessives peuvent avoir des effets comparables à des drogues sur le comportement des dirigeants. Notons que les biais comportementaux sont susceptibles d'affecter le comportement du dirigeant comme celui des divers acteurs intervenant dans le processus de gouvernance (actionnaires, administrateurs, …). Les mécanismes de gouvernance peuvent donc soit agir comme un levier comportemental pour débiaiser les comportements des individus, soit subir eux-mêmes l'effet de certains biais.

2.4.1. Les biais affectant les acteurs intervenant dans les instances de gouvernance

Greenfinch (2005) énumère une multitude de biais comportementaux (cognitifs/émotionnels et individuels/collectifs) qui peuvent s'exercer chez un décideur ou dans des groupes. Ces biais sont susceptibles d'induire des écarts entre les décisions prises par les différents acteurs de l'entreprise et les postulats de la rationalité économique. Jensen (1994) précise que la présence de ces biais constitue une source supplémentaire de coûts d'agence. L'objectif de cette section n'est pas de recenser l'ensemble des biais identifiés en économie comportementale, mais plutôt de focaliser sur ceux qui sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur le rôle des acteurs de la gouvernance des entreprises dans la détermination de

la rémunération des dirigeants. Nous nous intéressons plus particulièrement à la soumission à l'autorité, au mimétisme, à l'heuristique bornée et à la comparaison sociale.

La soumission à l'autorité

Concrètement, on parle de soumission à l'autorité lorsqu'« *une personne obéit aux ordres d'une autre personne occupant une position hiérarchique supérieure. La plupart du temps, les conséquences sont bénignes…* » (Tavris et Wade, 1999, p.37). En sciences humaines, les études sur la soumission aveugle à une autorité perçue comme légitime font souvent référence à la célèbre expérience de Stanley Milgram qui a été mise au point en 1974. Cette expérience avait pour objectif de savoir jusqu'à quel point une personne, par ailleurs bien pensante, accepte de torturer des êtres humains en suivant les instructions d'une autre personne (Bailly et *al*., 2006) dont le statut social est perçu comme source de légitimité. Les résultats de cette expérience ont influencé plusieurs domaines de recherche (Blass, 1999). La gouvernance des entreprises est l'un de ces domaines. Partant de ce principe, Morck (2008) considère que les derniers scandales financiers sont au moins partiellement imputables à une soumission des administrateurs à l'autorité du dirigeant. L'auteur justifie cette obéissance par la proximité physique des acteurs. Il peut en effet être difficile d'assumer des positions critiques vis-à-vis de certaines orientations du dirigeant, par ailleurs perçu comme légitime, en présence de l'intéressé. En effet, les administrateurs côtoient le dirigeant de manière régulière. Les actionnaires, quant à eux, et en particulier les minoritaires, rencontrent au mieux leurs administrateurs une fois par an lors de l'assemblée générale. Cela peut expliquer pourquoi les responsabilités légales et éthiques des administrateurs envers les actionnaires, peu présents, sont potentiellement paralysées en présence de dirigeants charismatiques (Morck, 2008). Au sujet de la détermination de la rémunération des dirigeants, Bebchuck et Fried (2004) trouvent effectivement qu'en présence d'un dirigeant au sein du conseil d'administration ou du comité de rémunération, les administrateurs, indépendants ou non, jouent un rôle mineur. Les auteurs constatent également que la présence d'un dirigeant lors du processus de fixation de sa rémunération peut inhiber les administrateurs.

Mimétisme

Le mimétisme est un mode de prise de décision qui s'inspire des actions des autres (Burmeister et Schade, 2007) face à l'incertitude et à l'ambiguïté des choix (Kahneman et Tversky, 1979). Ainsi, le mimétisme peut nourrir chez l'individu, averse au risque, un sentiment d'apaisement et réduire son degré de perception du risque (Belanes et Hachana, 2010).

Transposé aux problématiques liées aux décisions de rémunération des dirigeants, le processus mimétique peut expliquer pourquoi des pratiques peuvent se diffuser dans certains pays et au-delà de leurs frontières (Pennings, 1993). En effet, dans un contexte marqué par une forte incertitude sur la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance organisationnelle, les entreprises ont tendance à observer les pratiques considérées comme efficaces et s'en remettent à autrui (Westphal et *al*., 2001). Dans ce cadre, Jaffré et Maudit (2002) constatent que la progression des stock-options au sein des entreprises françaises dans les années 2000 est due essentiellement à un alignement sur les pratiques observées aux Etats-Unis. Récemment, une étude réalisée par Hewitt Associates en 2007[7] révèle que les entreprises françaises[8]s'alignent de plus en plus sur les pratiques observées aux Etats-Unis, à savoir un mix entre les stock-options et les actions gratuites. En 2006, les deux tiers des entreprises n'avaient distribué que des stock-options. A la fin de 2007, elles n'étaient qu'un tiers. Cependant, le pourcentage de celles qui attribuent à la fois les stock-options et les actions gratuites est passé de 27% à 48%. On constate, donc, comme un effet de mode pour la diffusion de certaines modalités de rémunération des dirigeants.

L'heuristique bornée ou vision en tunnel.

L'heuristique bornée (ou vision en tunnel) consiste « *à prendre des décisions un peu à la légère, en prenant en considération un nombre insuffisant de critères. Il s'agit une fois de plus d'un travers propre à la nature humaine. Il est en effet difficile d'analyser un problème quand il faut tenir compte de mille et une données.* » (De Brouwer, 2001, p. 15).

Ce raisonnement peut, à titre d'exemple, être transposé pour expliquer l'expansion des politiques de stock-options au début des années 2000. Dans ce sens, Jensen et *al*. (2004) trouvent que la part de la composante optionnelle dans la rémunération totale des dirigeants du SP 500 est passée de 24% à 39% pour la période allant de 1970 à 2002, contre une chute pour les autres composantes[9]. Il en est de même pour le contexte français. En effet, le montant moyen des stock-options attribuées aux dirigeants du CAC 40 est passé de 500000 € en 1998 à 1500000 € en 2003 (Proxinvest, 2005). En effet, les administrateurs ont retenu que les stock-options seraient une forme de rémunération gratuite dans la mesure où ils ne figurent pas dans les charges de l'entreprise (Jensen et *al*., 2004). Ce faisant, ils auraient ignoré que les stock-options entraînent en réalité un coût d'opportunité.

[7] Etude publiée dans L'Expansion du 27 février 2008.
[8] L'échantillon était composé de 32 entreprises, dont 14, appartenant au CAC 40.
[9] La part du salaire fixe a chuté de 38% à 17%, celle des bonus de 22% à 17%.

En fait, les administrateurs supposeraient qu'il est difficile d'estimer le coût des stock-options, car ils ont des caractéristiques[10] qui les distinguent des autres options pouvant être cotées sur un marché (Bodie et *al*., 2003), alors que la théorie financière fournit en principe des outils d'une évaluation rationnelle. La vision en tunnel conduit à faire abstraction de certaines informations en principe indispensables pour une prise de décision complètement rationnelle. La non prise en compte des coûts des stock-options est un exemple d'une telle omission. Une autre façon de caractériser une heuristique comme mode de prise de décision est de parler de « raccourci mental ».

Ainsi, une vision en tunnel peut expliquer l'attribution de stock-options d'une manière trop généreuse.

La comparaison sociale

Il s'agit d'un processus par lequel un individu se sert d'autrui comme référence pour justifier ses positions. Ainsi, si un individu trouve que ses opinions sont partagées et appréciées par autrui, il en conclura qu'elles sont valides (Faucheux et Moscovici, 1967). Dans ce sens, la comparaison sociale peut avoir des conséquences sur les choix en matière de rémunération des dirigeants (Broye et Moulin, 2010). En effet, selon ce processus, les administrateurs indépendants du conseil d'administration ou du comité de rémunération, qui sont pour certains les dirigeants d'autres entreprises, n'hésiteraient pas à attribuer des montants aux dirigeants qui sont fonction de leurs propres rémunérations, et ce indépendamment de la performance propre du dirigeant.

En outre, et en raison de la comparaison sociale, le conseil d'administration est poussé à ajuster la rémunération de son dirigeant sur la base de celle observée comme étant la plus élevée (Ezzamel et Watson, 1998). Les arguments précédents permettent de déduire la proposition *5a*.

Proposition 5a : Les biais cognitifs qui affectent potentiellement les acteurs intervenant dans les instances de gouvernance sont susceptibles de nuire à leur rôle de contre-pouvoirs dans la fixation de la rémunération des dirigeants, et cela indépendamment d'éventuels conflits d'intérêts.

[10] Les stock-options ont une période d'acquisition au cours de laquelle les options ne peuvent pas être exercées. Quand les cadres quittent l'entreprise durant la période d'acquisition, ils perdent le droit d'exercer leurs options. Lorsqu'un cadre exerce ces options, l'entreprise doit émettre de nouvelles actions.

2.4.2. Les biais affectant le dirigeant

Comme pour les acteurs de la gouvernance des entreprises, certains biais peuvent aussi affecter le dirigeant. Parmi ces biais, on trouve le narcissisme.

Récemment, des travaux en management stratégique ont intégré ce concept de narcissisme pour étudier le comportement des dirigeants (Campbell et *al.*, 2011). Ces travaux montrent que les dirigeants narcissiques se servent de toutes les ressources disponibles afin de confirmer leur sentiment de supériorité, plutôt que de servir l'entreprise (Ouimet, 2012). Il est vrai que les dirigeants narcissiques sont plus charismatiques et plus créatifs que les autres dirigeants (Campbell et *al*., 2011), mais ils sont également susceptibles de violer les normes d'éthique et de prendre des décisions très risquées détruisant ainsi la valeur de l'entreprise (O'Reilly et *al.*, 2012).

Il semble alors que les dirigeants narcissiques se comportent comme des leaders (Rosenthal et Pittinsky, 2006) et qu'ils sont en mesure d'agir sur les décisions afin de satisfaire leurs propres besoins (Ouimet, 2012). Dans ce cadre, O'Reilly et *al.* (2012), en étudiant un échantillon composé de 32 dirigeants américains, trouvent que les dirigeants narcissiques[11] sont capables d'influencer le rôle du conseil d'administration lors de la définition de leurs rémunérations. En effet, dans la mesure où ils sont moins empathiques et moins préoccupés par le maintien de l'équité, les dirigeants narcissiques sont susceptibles d'exiger une rémunération plus élevée que les autres dirigeants. Ces développements justifient la proposition 5b.

Proposition 5b : Le comportement narcissique de certains dirigeants peut atténuer les capacités d'initiative du comité des rémunérations et de contrôle du conseil d'administration.

3. LA METHODOLOGIE

Nos propositions théoriques ont été construites sur la base d'une vision synthétique de la gouvernance, conjuguant à la fois l'approche disciplinaire et l'approche comportementale. Pour mieux comprendre et expliquer l'intervention des mécanismes de gouvernance dans le processus conduisant à la définition et à la mise en œuvre de la politique de rémunération des dirigeants, nous avons privilégié une approche empirique par l'étude de cas. Ce choix

[11] Le narcissisme est mesuré par les cotes des dirigeants auprès de leurs employés.

s'explique par la complexité du phénomène étudié (la politique de rémunération des dirigeants) et l'objectif visé de sa compréhension en contexte. Les propositions théoriques présentées plus haut ont comme fonction de permettre une analyse structurée du cas. A ce stade, et compte tenu de la nature inédite de ce type de travail sur le processus de rémunération, il s'agit d'une démarche à fort caractère exploratoire. En effet, les propositions théoriques sont relativement larges et ne sont pas des hypothèses testables à proprement parler, mais des outils d'une exploration structurée du matériau empirique, ainsi que le moyen de rattacher les observations du cas particulier à un débat théorique plus large. Il s'agit là d'une importante condition d'une éventuelle généralisation analytique au sens de Yin (2003).

Dans un premier temps, nous présentons le cas sélectionné et les raisons de son choix, puis nous identifierons le type de données collectées et détaillons les modalités de leur analyse.

3.1. PRESENTATION DU CAS

Comme nous centrons notre recherche sur l'impact des divers mécanismes composant le système de gouvernance sur le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants, il fallait repérer un cas, où plusieurs mécanismes de gouvernance étaient présents et actifs tout au long du processus décisionnel. Il fallait par ailleurs disposer d'un cas suffisamment visible, pour accéder à un matériau empirique qualitatif riche et fiable, ce qui n'est pas chose facile compte tenu du sujet abordé. Ces conditions étaient *a priori* remplies dans le cas du groupe Vinci. En effet, le processus de décision en matière de rémunération des dirigeants dans ce groupe a été activement influencé par plusieurs mécanismes, dont le conseil d'administration et le comité de rémunération, mais pas seulement. La presse, notamment, a joué un rôle réel.. En effet, l'affaire de la rémunération de l'ancien patron, Antoine Zacharias, a fait l'objet d'une grande couverture médiatique. La production d'articles sur cette affaire a entrainé des conséquences directes et indirectes sur le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants, comme nous le montrerons plus loin. Le recours judiciaire a également joué un rôle, ce qui nous a, d'ailleurs, permis l'accès à une source de données relativement fiable, sous la forme du jugement en appel de l'affaire, qui rapporte les éléments d'un débat contradictoire. Sur un sujet aussi sensible que la rémunération des dirigeants et le processus de sa mise en place, pouvoir disposer d'un jugement en appel est un gage de fiabilité des données.

En outre, comme l'objectif de ce travail est de mettre l'accent sur les processus dynamiques caractérisant l'évolution de la relation entre le système de gouvernance et la politique de rémunération des dirigeants, il nous fallait un cas qui a connu des changements dans

l'intervention des mécanismes de gouvernance dans les différentes étapes du processus décisionnel. Dans ce contexte, Vinci a connu des changements significatifs concernant l'influence de ces mécanismes. En effet, jusqu'en 2006, l'ancien dirigeant du groupe avait la totale maîtrise du processus décisionnel concernant sa propre rémunération. A titre d'exemple, Antoine Zacharias a fait écarter, en mai 2004, trois membres du comité de rémunération hostiles au déplafonnement de son salaire. A la suite de l'éviction d'Antoine Zacharias, le rôle du conseil d'administration dans la ratification et la surveillance des décisions de rémunération a été renforcé. Par exemple, depuis juillet 2006, le conseil d'administration a décidé de ne plus mettre en place de stock-options qui seront remplacées par l'attribution d'actions gratuites subordonnées à des conditions de performance.

3.2. LA COLLECTE DES DONNEES ET LEUR ANALYSE

Comme notre étude cas est construite sur une triangulation des données, nous avons été amenés à utiliser plusieurs types de données mêlant à la fois des sources primaires et des données secondaires.

Ainsi, dans un premier temps, nous nous sommes procuré des rapports annuels concernant la période d'étude (de 2002 à 2011). En outre, beaucoup de données ont été extraites d'une quantité importante d'articles de presse. Ces derniers sont issus de la base de données *Factiva*[12]et concernent la période du 02/01/2002 au 17/05/2012. Les articles qui ont été retenus avaient un sujet en rapport avec la politique de rémunération des dirigeants (commentaires sur une attribution massive de stock-options par exemple) et/ou la gouvernance d'entreprise (nomination de nouveaux administrateurs au sein du comité de rémunération, conflit entre le dirigeant et son adjoint,…). Toutefois, compte tenu de la quantité d'articles (319 articles recensés), nous avons été obligés de concentrer notre recherche sur trois périodes considérées comme critiques : Mai 2004 (changement des membres du comité de rémunération), Mai-juin 2006 (début du conflit entre Antoine Zacharias et son adjoint et l'éviction du premier), Mars 2010 à mai 2012 (le procès contre Antoine Zacharias pour abus de biens sociaux pour ses avantages financiers perçus entre 2004 et 2006). Par ailleurs, nous nous sommes procuré le jugement rendu par la 9ème chambre de la cour d'appel de Nanterre concernant le procès d'Antoine Zacharias. Cette source est

[12]C'est une base de données d'actualité internationale donnant l'accès à une grande partie de la presse généraliste et économique de 152 pays.

particulièrement intéressante pour comprendre le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants chez Vinci dans la mesure où, d'une part, il est rare de disposer d'autant d'informations détaillées concernant le fonctionnement du conseil d'administration et du comité de rémunération et où, d'autre part, les déclarations ont été faites par les différents protagonistes (triangulation grâce au débat contradictoire) après prestation de serment, ce qui nous amène à supposer qu'elles sont sincères (Charreaux, 1997b). Notons que, dans ce cadre, l'un des auteurs a également assisté durant deux jours (le 25 et le 26 mars 2010) au procès d'Antoine Zacharias devant le tribunal correctionnel de Nanterre. Enfin, un entretien a été mené avec Monsieur Denis Vernoux, membre du conseil d'administration. Cet entretien a fait l'objet d'un enregistrement et d'une retranscription. Il s'agit d'un entretien semi-directif à travers lequel le sujet interrogé s'exprime librement sur le processus de décision de rémunération des dirigeants ainsi que sur le système de gouvernance d'entreprise.

Les données qualitatives ainsi recueillies ont fait par la suite l'objet d'un codage thématique grâce à l'outil d'analyse de contenu NVIVO (version 10). Une fois le codage effectué, deux matrices d'analyse ont été créés (Miles et Huberman, 2003). Ces deux matrices (Tableaux 2 et 3) croisent les principaux concepts du cadre théorique qui ont permis de créer les codes thématiques pour l'analyse sous NVIVO et les différentes périodes de notre étude de cas ainsi que les différentes logiques de prise de décision. Les chiffres des tableaux montrent le nombre de fois qu'un thème a été repéré dans le corpus textuel lors du codage.

Tableau 2 : Résumé du codage selon la logique explicative dominante[13]

	2000-2004	**2004-2006**	**2006-2010**
Disciplinaire actionnariale	26	12	29
Appropriation de valeur	6	76	0
Disciplinaire partenariale	3	0	48

[13] Les chiffres correspondent au nombre de passages codés par thème (ici c'est la logique explicative dominante) et par période dans le corpus textuel.

Tableau 3 : Résumé du codage selon l'intervention des mécanismes de gouvernance[14]

	2000-2004	2004-2006	2006-2010
Conseil d'administration	18	22	21
Comité des rémunérations	12	19	11
Consultants	5	2	0
Médias	0	0	13
Surveillance mutuelle[15]	0	0	15
Action judiciaire	0	0	17
Réseau relationnel	0	35	0
Biais comportementaux	0	14	0

4. RESULTATS : LA POLITIQUE DE REMUNERATION CHEZ VINCI : UN PROCESSUS COMPLEXE ET DYNAMIQUE

En fonction des tableaux 2 et 3, nous pouvons retenir trois principaux résultats, liés à trois périodes. La première période (2000-2004) est principalement marquée par l'intervention de deux mécanismes, à savoir le comité des rémunérations et le conseil d'administration qui agissent respectivement dans les phases d'initiative et de ratification. Cette intervention qui s'inscrit dans une approche principalement disciplinaire consiste à définir la rémunération conformément aux intérêts des actionnaires. Le deuxième grand résultat est lié à la période allant de 2004 à 2006. Pendant cette période, le pouvoir du dirigeant dans la détermination de sa propre rémunération est prédominant. Dans ce contexte, l'appartenance d'Antoine Zacharias à un réseau relationnel entraîne un relâchement de la discipline des mécanismes de gouvernance (conseil d'administration, comité de rémunération) et conduit, par la suite, à une augmentation de sa rémunération. En outre, la présence de certains biais comportementaux a pu nuire au fonctionnement des mécanismes de gouvernance comme contre-pouvoir efficace dans la détermination de la rémunération du dirigeant. Pendant cette période, on peut observer le comportement d'un dirigeant qui cherche à s'approprier une partie de la richesse de

[14] Les chiffres correspondent au nombre de passages codés par thème (ici ce sont les mécanismes de gouvernance) et par période dans le corpus textuel.

[15] Ce code a émergé à la lecture de l'entretien, du jugement.

l'entreprise au détriment des actionnaires. Enfin, le tableau 3 montre le rôle joué par la surveillance mutuelle des dirigeants, les médias et les tribunaux dans le contrôle des décisions prises par le conseil d'administration de Vinci à partir 2006. Cette intervention est cohérente avec la représentation pluraliste et disciplinaire de la firme. Par la suite, nous présentons une analyse détaillée pour chacune des périodes.

4.1. Le processus décisionnel entre 2000 et 2004

Lors de la sortie totale de la Société Générale des Eaux (devenue Vinci) du groupe Vivendi, début 2000, un nouveau comité des rémunérations est installé, composé de Serge Michel, Alain Minc et Patrick Faure. Le salaire d'Antoine Zacharias étant déjà très élevé, ce nouveau comité propose alors de plafonner cette rémunération. Le récit suivant illustre ce point.

« *Nous nous sommes trouvés en face d'un mécanisme de rémunération des mandataires sociaux arrêté par l'actionnaire principal précédent qui était Vivendi, à travers un comité que présidait Jean-Marie Messier et qui, indexant la rémunération des mandataires sociaux sur le résultat d'exploitation ou le résultat net en montant absolu, aurait abouti, pour ce qui concerne M. Antoine Zacharias, à une rémunération de plus de 50 millions de francs. Donc, la première proposition du comité au conseil a été de plafonner cette rémunération à 1/3 de la somme, montant très important mais inférieur à la règle établie»* témoigne Alain Minc (Jugement de la cour d'appel).

Le comité des rémunérations avait opté pour cette proposition après avoir consulté *Towers Perrin*, cabinet spécialisé en rémunération des dirigeants.

« … ce cabinet (Towers Perrin), spécialiste des rémunérations offertes aux dirigeants des grands groupes, a été régulièrement sollicité depuis 2000 pour formuler des avis sur les rémunérations du président, de son indemnité de départ et de sa retraite complémentaire ou sur la rémunération des mandataires sociaux et les stock-options » (Le jugement rendu par la cour d'appel).

En 2003, le comité des rémunérations propose de maintenir le principe du plafonnement de la part variable de la rémunération du président. Toutes les propositions prises par ce comité, durant la période 2001- 2003, sont ratifiées par le conseil d'administration.

« *C'est sur la proposition du comité des rémunérations, alors composé de Serge Michel, Alain Minc et Patrick Faure, que le conseil d'administration de la société Vinci a fixé le plafond de sa rémunération annuelle, de 2001 à 2003, à hauteur d'environ 2950000€ et que le prévenu (Antoine Zacharias) a accepté la formule adaptée* » (Jugement de la cour d'appel).

Le fonctionnement de ces mécanismes de gouvernance durant cette période apparaît cohérent avec *la proposition 1*, selon laquelle le processus décisionnel en matière de rémunération des

dirigeants s'inscrit dans une approche d'essence disciplinaire. En effet, relativement à la typologie décisionnelle énoncée par Fama et Jensen (1983), le conseil d'administration de Vinci est présenté comme un levier disciplinaire pour ratifier les décisions de rémunération des dirigeants. Quant au comité des rémunérations du groupe, il intervient principalement dans la phase d'initiative. Ainsi, dans ce contexte disciplinaire, les membres de ce comité veillent à ce que les montants proposés ne soient pas excessifs vis-à-vis de la moyenne du marché.

« *Le mérite du comité des rémunérations, c'est d'avoir instauré la notion de plafonnement des rémunérations des mandataires sociaux. Ce qui a conduit qu'entre 2000 et 2001, les rémunérations de M. Antoine Zacharias et de moi-même ont baissé par rapport à la formule mise en place par Jean-Marie Messier et, qu'ensuite, entre 2001 et 2004, le plafonnement a joué et les rémunérations sont restées bloquées* » affirme Bernard Huvelin, directeur général de Vinci jusqu'à 2005 (Jugement de la cour d'appel).

On peut remarquer également que les conseillers en rémunération interviennent dans ce processus afin de faciliter la phase d'initiative. Leur présence constitue un moyen de rassurer les administrateurs et les actionnaires par rapport à l'efficacité des propositions du comité des rémunérations.

« *La référence à l'assurance du cabinet Towers Perrin constituait un élément de confort pour les membres du conseil* » précise Alain Dinin, membre du conseil d'administration à l'époque, (Jugement de la cour d'appel).

4.2. Antoine Zacharias, l'architecte de sa propre rémunération

A partir de 2004, le conseil d'administration et le comité des rémunérations de Vinci commencent à rencontrer certaines difficultés pour exercer une discipline efficace dans le processus décisionnel concernant la rémunération de leur dirigeant : outre la stratégie d'enracinement d'Antoine Zacharias, les décisions prises par ces deux organes sont obliquées par la présence d'un certain nombre de biais comportementaux.

4.2.1. L'impact de l'enracinement d'Antoine Zacharias sur le processus décisionnel de sa rémunération

L'année 2004 connaît un bouleversement important concernant le processus décisionnel de la rémunération du dirigeant de Vinci. En effet, la politique de rémunération mise en place par le

comité des rémunérations n'est pas appréciée par A. Zacharias. Ce dernier ne cache pas son mécontentement à chaque discussion avec les membres de ce comité.

« *Selon les trois membres du comité des rémunération de l'époque, Monsieur Antoine Zacharias aurait insisté à plusieurs reprises auprès d'eux pour obtenir le déplafonnement de sa rémunération* » (Jugement de la cour d'appel). En mai 2004, Antoine Zacharias demande aux membres du comité des rémunérations de déplafonner sa rémunération, sous risque de devoir les remplacer. Ces membres refusent cette demande et décident alors de démissionner de leurs fonctions.

« *J'ai eu avec M. Antoine Zacharias une discussion, ce dernier me disant qu'il ne comprenait pas pourquoi je lui bloquais ses salaires. Il m'a dit que, si je ne pouvais pas procéder à une augmentation, il fallait qu'il trouve quelqu'un d'autre. J'en ai parlé avec M. Minc et Faure et nous avons pris la décision de quitter le comité car nous ne voulions pas débloquer le salaire de M. Antoine Zacharias* » témoigne Serge Michel (Jugement de la cour d'appel).

Malgré leur opposition initiale, les anciens membres du comité des rémunérations, qui conservent leurs places en tant que membres du conseil d'administration, acceptent, dans ce cadre (du conseil plénier) le déplafonnement de la rémunération variable d'Antoine Zacharias.

« *…ils ont voté la nouvelle composition de ce même comité, ils ont voté la nouvelle formule (de rémunération) et ils ont voté les conditions de départ* » a énuméré Hervé Témime, l'avocat d'Antoine Zacharias, (*Agence France Presse, 26 mars 2010*).

Ce changement de comportement peut être expliqué par la présence des relations d'affaires entre les anciens membres du comité des rémunérations (en particulier Alain Minc et Serge Michel) et Antoine Zacharias. Les deux citations suivantes illustrent ce point.

« *Lors de la sortie totale de la SGE (devenue Vinci) du groupe Vivendi, début 2000, il est installé un nouveau comité des rémunérations au sein du conseil composé en particulier de Serge Michel et Alain Minc. Les conflits d'intérêts sont alors évidents compte tenu des contrats liant Vinci à ces deux administrateurs (Soficot et AM Conseil), qui touchent également 1% de la transaction GTM, soit plus de 10 millions d'euros* » (Lettre rédigée par Xavier Huillard, directeur général à l'époque, publiée dans *Le Parisien*, 2 juin 2006).

« *D'après ce que j'ai compris au bout d'un certain temps c'est qu'Alain Minc avait peur et ne voulait pas se mettre mal avec Zacharias de façon à ce qu'il n'y ait pas des retours de bâtons par derrière* » (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).

Ces liens d'intérêts ne se limitent pas à ces deux membres. En réalité, la plupart des administrateurs du groupe sont en relation d'affaires ou d'amitié avec Antoine Zacharias (*Libération*, 2 juin 2006).

Un tel réseau a comme conséquence de renforcer l'enracinement du dirigeant dans son entreprise. Dans le cas de Vinci, au cours de la deuxième période analysée, Antoine Zacharias peut profiter de son réseau relationnel pour mettre en œuvre une politique de rémunération servant ses intérêts personnels. En effet, les réseaux relationnels qu'il entretient avec la plupart des administrateurs lui offrent une grande latitude managériale et lui confèrent un poids significatif face à ses administrateurs.

Le changement des membres du comité de rémunération et l'entière variabilité de la rémunération en 2004 sont les conséquences directes de ce pouvoir managérial renforcé.

En effet, lors de la première réunion du nouveau comité des rémunérations, Antoine Zacharias va à la rencontre de Quentin David, le nouveau président de ce comité, pour lui dire qu'il souhaite « *que sa rémunération soit comparable à celle d'un entrepreneur et qu'elle soit dorénavant entièrement assise sur les performances de l'entreprise, ou, autrement dit, entièrement variable* » (Jugement de la cour d'appel). Cette demande concernant l'entière variabilité de la rémunération peut être expliquée par les prévisions financières et économiques du groupe, qui sont largement positives à l'époque.

« *…il doit être souligné qu'à la date du 7 septembre 2004, les résultats financiers de la société sur l'exercice 2004 étaient prévisibles et favorables, M. Antoine Zacharias ayant annoncé, lors de la même réunion du conseil d'administration, que le carnet de commande de Vinci au 30 juin 2004, en progression de 15% sur 12 mois, avait atteint un niveau historique de 13,8 milliards d'euros et que le résultat net du groupe devait connaître une nouvelle et nette amélioration. Que ce même jour, M. Antoine Zacharias avait fait le point sur l'opération d'acquisition ASF, qui représente pour le groupe une perspective d'essor exceptionnel* » (Jugement de la cour d'appel).

Ces prévisions constituent une perspective favorable pour Antoine Zacharias car, comme le signale Xavier Huillard « *il était en effet légitime d'imaginer à cette époque que les résultats du groupe continueraient à s'épanouir et que, donc, la mise en place d'un système entièrement variable risquait de conduire à des niveaux de rémunération que le monde extérieur pourrait juger comme excessifs* » (Jugement de la cour d'appel).

Malgré les réserves qui sont faites par *Towers Perrin* concernant le risque inflationniste de l'entière variabilité d'une rémunération, cette proposition est acceptée par le nouveau comité des rémunérations. Il en est de même pour les membres du conseil d'administration qui

décident d'entériner cette décision à l'unanimité. On peut même préciser que *« lors de leurs auditions, les administrateurs ont admis que cette décision n'avait été l'occasion d'aucun débat ni demande d'explications* » (Jugement de la cour d'appel).

Ainsi, l'enracinement d'Antoine Zacharias au sein du groupe, en raison de ses relations avec la plupart des administrateurs, lui permet de gérer son conseil d'administration et son comité des rémunérations.

« *En fait, il n'y avait aucune discussion entre ce qui était décidé par le comité de rémunération et le conseil. Le comité de rémunération disait qu'on a décidé ça, et tout le monde disait "Amen", et puis terminé. C'est comme ça que ça se passe. Parce qu' ils étaient, soit disant qualifiés pour décider et ils avaient fait le tour du problème. Et on jugeait que c'était bien, et Zacharias disait que c'était bien, donc, tout le monde disait que c'était bien. Il faut dire que le conseil d'administration à l'époque d'avant 2006, ce n'était que des copains* » (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).

En conséquence, Antoine Zacharias atteint ses objectifs personnels et notamment une rémunération plus élevée. A cet égard, Antoine Zacharias, qui bénéficiait, en application du système de rémunération antérieur, d'une rémunération plafonnée à 2,9 millions d'euros entre 2001 et 2003, voit celle-ci être portée pour l'exercice 2004 à 3,3 millions d'euros puis à 4,2 millions d'euros en 2005. Soit une augmentation cumulée d'environ 50% entre 2003 et 2005.

Ce développement est cohérent avec *la proposition 2*. En effet, la position centrale d'Antoine Zacharias au sein d'un réseau d'intérêts et d'amis conduit à un relâchement de la discipline en entraînant un comportement plus complaisant de la part des membres du comité des rémunérations et en affaiblissant le rôle de contre-pouvoir du conseil d'administration.

Les effets de l'enracinement sont renforcés par la présence de certains biais comportementaux, en particulier la soumission à l'autorité et le narcissisme. Toutefois, d'après les résultats de notre codage (Tableau 2 et 3), ces biais ont vraisemblablement une influence moins importante que celle de l'appartenance à un réseau. Par ailleurs, l'identification de ces biais n'est pas aisée dans la mesure où nous ne disposons pas de témoignages et de références documentaires en nombre suffisant pour cerner les personnalités d'Antoine Zacharias et des administrateurs dans toute leur profondeur.

4.2.2. L'influence des biais comportementaux

En tant que président du conseil d'administration depuis 1997, Antoine Zacharias est régulièrement présent dans les réunions de ce conseil. Il a même le droit d'assister aux réunions du comité des rémunérations, malgré le fait qu'il n'en soit pas membre.

« *Ça se passe au sein d'un comité des rémunérations auquel participe le dirigeant, ce qui est un peu bizarre* » (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).

Cette présence est susceptible d'intimider les administrateurs, qu'ils soient indépendants ou non. En la présence de l'intéressé, il est difficile de discuter librement, voire de se prononcer en sa défaveur. Ceci est alors ressenti comme un biais de soumission à l'autorité, éprouvé par les administrateurs, comme nous le confirme la situation suivante :

« *…à l'audience de la cour, M. Alain Minc a admis que le fonctionnement du conseil d'administration était du type gouvernemental et non parlementaire, se référant, à titre d'illustration, à la phrase de M. Chevènement, ancien ministre, 'un ministre, ça ferme sa gueule ou ça démissionne* » (Jugement de la cour d'appel).

Dans ce cadre, toutes les décisions qui concernent la rémunération d'Antoine Zacharias sont ratifiées par les membres du conseil d'administration. Ces derniers ne trouvent pas le courage ou l'intérêt de contredire leur dirigeant.

« *Tel que je les connais, ils (les administrateurs) étaient incapables de dire non à Zacharias. Ce n'était pas n'importe qui Zacharias. Il avait le pouvoir, les gens, souvent, s'inclinent devant le pouvoir…Quand il est présent, il a une certaine prestance, et il savait mener son conseil comme il avait envie de le mener* » (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).

Parmi les biais comportementaux qui pourraient avoir une influence sur les fonctions de gestion (initiative et mise en œuvre) de la décision exercées par le dirigeant, nous trouvons le narcissisme. Autant, le biais de soumission à l'autorité concerne les administrateurs, affaiblissant leur fonction de contrôle, autant le biais de narcissisme touche potentiellement le dirigeant. Ce biais a été essentiellement identifié lors de notre présence au procès. Durant celui-ci, nous avons pu constater qu'Antoine Zacharias ne cessait d'employer les mots « *je* », « *mon entreprise* », « *moi* », « *j'ai* ». Ceci reflète à notre sens un trait de personnalité narcissique.

Il est vrai que lorsqu'Antoine Zacharias prend initialement les commandes de Vinci en 1997, l'entreprise ne vaut que 200 millions d'euros. Après une succession de fusions, Antoine Zacharias a largement modifié la taille et la profitabilité de Vinci, multipliant par 21 son bénéficie, et par 20 sa valeur boursière (*Le Figaro*, 24 mars 2010) Grâce à ses résultats,

Antoine Zacharias est classé 32ème dirigeant le plus performant au monde selon un classement établi par *L'Harvard Business Review.*[16]

« *…il est décrit comme un manager d'exception, ayant en particulier mené avec succès, entre autres opérations, les acquisitions des sociétés GTM et ASF, lesquelles ont permis au groupe de connaître une expansion rapide et remarquable* » (Jugement de la cour d'appel).

Toutefois, ce succès a vraisemblablement des conséquences sur le comportement de Zacharias, par un effet de *feedback*. Selon Patrick Faure, l'ancien membre du comité de rémunération, Antoine Zacharias devient « *difficile et autocratique* » (Jugement de la cour d'appel). En outre, depuis le rachat de GTM par le groupe en 2000, le visage d'Antoine Zacharias se retrouve assimilé à celui de l'entreprise toute entière.

« …le vrai patron de Vinci c'était Zacharias. C'était lui qui a fait Vinci, dans la tête de tous, Vinci était Zacharias » (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).

Un mouvement d'auto-attribution (du succès) et une tendance au narcissisme sont susceptibles de se renforcer mutuellement, puisque la réussite collective de l'entreprise est confondue avec celle, personnelle, du dirigeant (*L'Express*, 21 mars 2007). Selon Haublod (2006), le narcissisme est un miroir à double face : d'un côté, il y a le narcissisme positif et de l'autre le narcissisme négatif. Le narcissisme positif correspond à l'estime de soi qui est essentiel à la construction de l'identité. Le narcissisme négatif est une admiration exagérée de soi qui se traduit par une perte de contact avec la réalité. L'exemple d'Antoine Zacharias peut illustrer les deux types du narcissisme (Haublod, 2007). Certes, les mérites de Zacharias sont incontestables. Après une succession de fusions menées de « *main de maître* », Vinci occupe aujourd'hui le rang de numéro 1 mondial du BTP (Ammar, 2007). Mais par la suite, s'attribuant le mérite exclusif de la réussite de l'entreprise, Zacharias passe « de l'autre côté du miroir » en demandant des salaires en décalage avec la réalité (Haublod, 2007), dans la mesure où leurs fondements économiques sont difficilement défendables. Dans ce cadre, nous pouvons citer l'entière variabilité de la rémunération et la prime de 8 millions d'euros suite au rachat des ASF.

Concernant la première, le responsable de *Towers Perrin* précise : « *qu'aucun président du CAC 40 n'avait de rémunération entièrement à risque, que l'entière variabilité pouvait créer des controverses au sein des actionnaires en cas d'envolée de la rémunération et qu'il fallait donc garder*

[16]Selon un classement réalisé par *Harvard Business Review* (29 décembre 2009) concernant la performance réalisée par 1999 dirigeants d'entreprises cotées. Les critères retenus par la revue sont en effet le taux de rentabilité de l'action et les performances financières de chaque entreprise. http://hbr.org/web/extras/100ceos/32-zacharias

une part fixe et restructurer la part variable pour neutraliser le risque inflationniste, que viabiliser entièrement la rémunération du président comme proposé, pourrait plaire à certains actionnaires, en particulier si la performance annuelle est mauvaise, mais il n'est pas certain que ces mêmes actionnaires apprécient que la rémunération du président s'envole en cas de performance excellente. Les explicitations à fournir lors des assemblées générales risquent d'être fastidieuses et de soulever de nombreuses questions voire des controverses, pour cinq des sept ***critères*** *toute amélioration entraînera une augmentation de la rémunération, alors que la communauté financière peut trouver que* ***certaines améliorations ne sont absolument pas synonymes de bonne performance***.» (Jugement de la cour d'appel,).

Pour la prime de 8 millions d'euros, Xavier Huillard estime « *que l'attribution d'une telle somme, venant après ce qu'il avait déjà touché, était mauvaise pour son image et celle de Vinci* » (Jugement de la cour d'appel).

En effet, pour Zacharias, les montants qu'il a reçus, même s'ils sont considérés élevés, sont l'effet d'une réputation d'un dirigeant extraordinaire (*Les Echos*, 24 avril 2006). Les deux citations qui suivent illustrent parfaitement ce point.

« *Il faut savoir que si les coins de rue sont éclairés, c'est en partie grâce à mon salaire* » (interview réalisée avec Antoine Zacharias, *L'Expansion* du 31 mai 2006).

« *Si je peux être gêné par la proportion des options qui me sont attribuées par rapport à l'ensemble des collaborateurs, la proportion relative entre le management et moi-même ne me gêne pas, parce que sans exagérer et sans être présomptueux, on ne pourra pas dire que ce n'est pas moi qui ai voulu imaginé et construit Vinci* » (Jugement de la cour d'appel).

Notons aussi que certains administrateurs ont toujours accepté ces arguments et ont donné le mérite à leur dirigeant.

« *Il a fait en cinq ans ce que d'autres ont accompli en vingt-cinq ou 30 ans. Il était normal de lui octroyer un rattrapage de salaire* » (Alain Minc dans *L'Expansion* du 31 mai 2006).

Notons, enfin, que les administrateurs n'avaient pas nécessairement une connaissance précise du fonctionnement des stock-options, comme en témoigne la citation suivante.

« *C'était gratuit. Ça ne coûtait rien à la boîte ! Ça c'était reçu. C'était une façon de rémunérer les gens sans que ça ne coûte à la boîte* » (Entretien avec Denis Vernoux).

Cette citation indique que les administrateurs souffrent potentiellement d'une heuristique « bornée », biais lié à un raccourci mental qui fait abstraction de la complexité d'une situation. En effet, supposer que les stock-options sont une forme de rémunération gratuite,

qui n'aurait aucune incidence sur le résultat de l'entreprise, représente une déviation de la rationalité économique standard.

Toutefois, nous devons être prudents dans l'affirmation de ce biais pour les administrateurs dans la mesure où nous ne disposons pas de l'ensemble des points de vue.

Mais d'une manière générale, nous pouvons constater, à travers le cas Vinci, que la présence d'un certain nombre de biais cognitifs du dirigeant et des administrateurs, peut avoir une influence sur le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants, ce qui est en cohérence avec les *propositions 5a*[17] *et 5b*[18].

4.3. Le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants dans une approche partenariale.

Jusqu'à présent, A. Zacharias est l'artisan de sa propre rémunération. En effet, les administrateurs, par les liens qu'ils ont développés avec A. Zacharias et par la soumission à l'autorité de ce dernier, n'ont pu remplir leur rôle de contre-pouvoir dans la fixation de la rémunération de leur dirigeant. En outre, le comportement narcissique d'A. Zacharias limite l'initiative du comité des rémunérations et le contrôle du conseil d'administration. Ce comportement perdure jusqu'au rachat des ASF. Suite à ce succès, Antoine Zacharias réclame une prime de 8 millions, qui aurait vraisemblablement été acceptée par le conseil d'administration sans le refus de Xavier Huillard.

La tendance du dirigeant à poursuivre ses intérêts personnels engendre des coûts d'agence et entraîne potentiellement une destruction de la valeur partenariale. Xavier Huillard (dauphin pressenti de Zacharias), manager salarié placé au centre du *nœud de contrats* (Wirtz, 2008), juge cette prime excessive et refuse qu'elle soit attribuée au dirigeant historique. Antoine Zacharias tente alors de mettre fin à la fonction de Xavier Huillard, et ainsi obtenir gain de cause.

« *Je réalise avoir été le paravent honnête d'un homme qui a progressivement entrepris de s'enrichir au-delà de toute raison sur le dos de Vinci…On veut aujourd'hui m'éliminer parce que je veux m'opposer à la déstabilisation du groupe…M. Zacharias a une volonté manifeste de m'éliminer…M.*

[17] ***Proposition 5a : Les biais cognitifs qui affectent potentiellement les acteurs intervenant dans les instances de gouvernance sont susceptibles de nuire à leur rôle de contre-pouvoirs dans la fixation de la rémunération des dirigeants, et cela indépendamment d'éventuels conflits d'intérêts.***

[18] D'après cette proposition, le comportement narcissique de certains dirigeants peut atténuer les capacités d'initiative du comité des rémunérations et de contrôle du conseil d'administration.

Zacharias n'est plus mû que par l'argent » (Extrait de la lettre rédigée par Xavier Huillard publiée dans *Le Parisien* du 2 juin 2006).

Xavier Huillard, sachant son licenciement imminent, joue le tout pour le tout, en envoyant une lettre explicative à tous les administrateurs, mais également à la presse *via* le journal *Le Parisien*.

« *Xavier Huillard se disait que c'est la dernière chose que je peux faire. C'était plutôt un acte de désespoir qu'un acte constructif. C'était fait comme ça, puisque tout est perdu* » (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).

La publication de cette lettre déclenche le débat public sur l'affaire qui s'achève par le refus de la prime et la démission forcée d'Antoine Zacharias qui perd à cette occasion le bénéfice de l'ensemble de ses stock-options (*Le Figaro* du 14 juin 2006).

Cette polémique permet d'identifier trois mécanismes qui ont permis de renforcer le rôle disciplinaire du conseil d'administration dans sa fonction de contrôle de la décision. Tout d'abord, on trouve la surveillance mutuelle, qui est classée par Charreaux (1997) comme mécanisme de gouvernance spécifique et spontané. Dans ce cadre, en surveillant le comportement d'Antoine Zacharias, Xavier Huillard informe le conseil d'administration sur les dérives du patron historique du groupe. La lettre a un impact significatif auprès de nombreux administrateurs. Beaucoup comprennent que cette affaire va conduire « *à un grand déballage dont les effets sur l'opinion risquent d'être ravageurs et qu'il faut au plus vite trouver une solution* » (Maudit, 2007, p. 80). Ainsi informé du conflit d'intérêts, impliquant une appropriation injustifiée de la valeur créée (Wirtz, 2008), le conseil d'administration décide en faveur de Xavier Huillard et oblige Antoine Zacharias à démissionner.

« *Que, réuni le 1er juin suivant par M. Antoine Zacharias, le conseil d'administration a refusé de révoquer M. Xavier Huillard, provoquant la démission du président* » (Jugement de la cour d'appel)

D'autre part, la presse fait partie des mécanismes ayant pu jouer un certain rôle dans cette affaire. En effet, depuis la publication par *Le Parisien* de la lettre envoyée par Xavier Huillard aux administrateurs, les articles se sont multipliés. Avec des titres, pour certains, très accrocheurs[19], ces articles fournissent des informations concernant les montants excessifs accordés à Antoine Zacharias.

[19] « *Monsieur 250 Millions d'euros* » (Le Nouvel Observateur du 8 juin 2006), « *Zacharias : une rémunération qui donne le vertige* » (Le Figaro du 3 juin 2006)

L'attention médiatique a eu un impact non négligeable sur la réputation d'Antoine Zacharias aux yeux des actionnaires et des salariés, voire de l'opinion publique plus largement et, donc, des catégories de parties prenantes multiples.

Les salariés sont choqués par la rémunération de leur patron, et en particulier par les plus-values sur les stock-options et les indemnités de départ.

« *Les salariés du groupe Vinci ont encore du mal à y croire : Aujourd'hui, le sentiment qui prédomine, c'est l'écœurement », assure Jacques Vallet, le représentant CGT du groupe. Son salaire annuel correspondait à 7000 Smic annuels, et il part avec une pension de 5 millions d'euros par an à vie. Dans le même temps, les rémunérations des salariés ont augmenté en moyenne entre 0,5 % et 3 %* » (*Le Parisien* du 3 juin 2006).

Cette couverture médiatique a également une influence sur l'image d'A. Zacharias aux yeux de la société au sens large. Dans ce contexte, Laurence Parisot, la présidente du Medef, et Claude Bébéar, « *le parrain du capitalisme français* », expriment leur indignation par rapport aux montants attribués à A. Zacharias (*La Tribune* du 5 juin 2006). Notons que Claude Bébéar use de toute son influence auprès des administrateurs pour préserver l'image de la Place de Paris de tout scandale (*La Tribune* du 15 juin 2006).

« *Il (Dominique Bazy)*[20] *a reçu un appel téléphonique du « parrain » de la place, Claude Bébéar, l'ancien patron d'Axa lui conseillant de ne pas fléchir face à Antoine Zacharias. Le même Claude Bébéar a par ailleurs téléphoné à la présidente du Medef, Laurence Parisot, et au président de l'Association française des entreprises privées (AFEP), Bertrand Collomb, pour leur faire la même recommandation* » (Mauduit, 2007, p.83-84).

Ainsi, cette affaire se solde par le refus du conseil d'administration d'attribuer la prime et par le départ d'Antoine Zacharias. Donc, conformément à *la proposition 3*, les médias, à travers deux leviers disciplinaires (l'information et la réputation) ont pu agir en tant que « *chien de garde* » (Moris, 2011), en alertant l'opinion publique sur les décisions prises en matière de rémunération du dirigeant.

Enfin, l'action judiciaire entre également en scène dans cette affaire pour résoudre les conflits qui résultent de la mise en place d'un régime de rémunération jugé excessif. Concrètement, l'action judiciaire intervient dans deux périodes différentes. La première intervention a lieu en mai 2006. Xavier Huillard, dont le sort semble scellé, envoie une lettre à tous les administrateurs du groupe. Dans cette lettre, il menace le conseil d'administration de

[20] Membre du conseil d'administration.

dénoncer sa complaisance à l'égard des pratiques d'Antoine Zacharias (*Le Parisien* du 2 juin 2006).

« *Les mobiles de ma révocation sont indignes… La responsabilité de chacun des membres du conseil d'administration est, selon ses votes, susceptible d'être engagée* » (Extrait de lettre envoyée par Xavier Huillard aux administrateurs du groupe).

Cette menace est dissuasive, puisque la prise en considération par certains administrateurs des effets négatifs qui découleraient d'un recours judiciaire, amène ces administrateurs à réassumer un rôle disciplinaire. La citation suivante reflète parfaitement ce point.

« *A l'arrivée, neuf membres du conseil d'administration de Vinci ont préféré se ranger aux arguments de Xavier Huillard. S'ils ne l'avaient pas fait, l'affaire menaçait de déraper sur un front judiciaire. L'avocat du directeur général, Me Jean-Pierre Versini-Campinchi, s'apprêtait à rédiger une série de plaintes. Hier soir, il n'en était plus question.* » (*Le Parisien* du 2 juin 2006).

La deuxième intervention de l'action judiciaire, quant à elle, a lieu en juin 2006, juste après le départ d'A. Zacharias. En effet, deux actionnaires décident de porter plainte contre A. Zacharias pour abus de biens sociaux.

« *Cette plainte dénonçait les conditions d'octroi des rémunérations, primes et retraites de M. Antoine Zacharias en estimant que leur montant excessif et disproportionné constituait le délit d'abus de biens sociaux en ce qu'il portait préjudice inévitablement à la société et en ce que leur calcul n'avait pas fait l'objet d'une autorisation préalable du conseil d'administration* » (Jugement de la cour d'appel).

Suite à ces deux plaintes, le parquet de Nanterre charge la brigade financière de diligenter une enquête sur les conditions d'octroi, par le conseil d'administration de Vinci, des éléments de rémunération et des indemnités versées à A. Zacharias (*Le Parisien* du 11 janvier 2010).

« *Il y a eu des enquêtes, ici il y a eu la brigade financière, on contrôlait toutes les dépenses de Zacharias, tout a été contrôlé là-haut. On a donné les comptes rendus de conseils, les trucs, tout à droite et gauche.* » (Entretien avec Denis Vernoux, membre du conseil d'administration).

Suite à cette enquête, A. Zacharias est mis en examen pour abus de biens sociaux et son procès est fixé pour les 25 et 26 mars 2010 devant le tribunal de Nanterre (*Les Echos* du 11 janvier 2010). Comme pour les affaires semblables, il est difficile de prouver le délit d'abus de biens sociaux. Généralement, la qualification de ce délit n'est retenue que dans le cas où la société serait en difficulté (Tandeau de Marsac, 2011). Comme Vinci est en pleine expansion, le tribunal correctionnel de Nanterre le déclare non coupable d'abus de biens sociaux (*Les Echos* du 25 mars 2010). Rapidement, le parquet de Nanterre décide d'interjeter l'appel du

jugement et orienter les poursuites sur un nouveau fondement, celui de l'abus de pouvoirs (La Tribune du 27 mars 2010).

« *A l'appui de son appel, le parquet de Nanterre sollicite, dans une note écrite, la reformulation du jugement entrepris et requiert que M. Antoine Zacharias soit déclaré coupable en estimant qu'il convient de déduire de l'enquête et des éléments de la procédure que les conditions dans lesquelles le prévenu a obtenu la modification de la formule de calcul de sa rémunération sont constitutives d'un abus de pouvoirs, dont les conséquences caractérisent le délit d'objet de la prévention* » (Jugement de la cour d'appel).

Ainsi, Antoine Zacharias, est condamné à payer 375.000 euros d'amende, la peine pécuniaire maximale prévue pour « *abus de pouvoir* », puisqu'il avait procédé à l'éviction en mai 2004 de trois membres du comité de rémunération qui s'opposaient alors au déplafonnement de son salaire. Le cas Vinci nous permet donc d'apprécier la plausibilité de la *proposition 4*[21] selon laquelle l'action judiciaire peut être poussée à agir pour faciliter la phase de surveillance à travers ses deux fonctions : dissuasive (la crainte de certains administrateurs des conséquences des poursuites judiciaires) et réparatrice (l'ordonnance d'injonction de payer l'amende de 375.000 euros).

Notons, enfin, que cette affaire est ensuite à l'origine de plusieurs initiatives visant à encadrer la rémunération des dirigeants en France, plus largement. On observe donc un effet de rétroaction des mécanismes de gouvernance spécifiques à l'œuvre dans le cas Vinci sur les mécanismes non spécifiques du système national de gouvernance, ce qui démontre la nature dynamique et systémique de l'interaction entre politique de rémunération des dirigeants et gouvernance d'entreprise. En effet, plusieurs propositions de lois et amendements ont été faites par les autorités régulatrices ces dernières années, en citant souvent comme référence les rémunérations attribuées à Antoine Zacharias.

Ceci démontre à l'évidence l'existence d'un processus d'interaction complexe entre des mécanismes de gouvernance intervenant à différents niveaux. Ici c'est le processus législatif et à travers lui le droit, mécanisme de gouvernance intentionnel et non spécifique (Charreaux, 1997), qui se trouve impacté par effet de ricochet. L'affaire est donc perçue comme un enjeu sociétal, et des parties prenantes autres que ceux directement concernés par l'affaire Vinci se

[21] ***Proposition 4 : Le recours judiciaire influence la politique de rémunération des dirigeants (a) indirectement à cause de son effet dissuasif (et cela potentiellement dès la phase d'initiative) et (b) directement au niveau de la phase de surveillance avec un effet potentiellement réparateur.***

sentent manifestement concernés et pèsent sur l'évolution du cadre légal, ce qui illustre le pouvoir explicatif de l'approche partenariale de la gouvernance.

CONCLUSION

Adoptant le cadre d'une gouvernance élargie, nous avons examiné le processus décisionnel en matière de rémunération des dirigeants dans une étude de cas approfondie. Ce processus peut être caractérisé par l'intervention de plusieurs acteurs et mécanismes qui agissent à différents moments du processus et en fonction d'une logique dominante, susceptible de changer par étapes.

Le cas particulier de Vinci a permis de fournir une illustration concrète du processus avec ses différents acteurs et mécanismes. En effet, entre 2000 et 2004, ce sont le comité des rémunérations et le conseil d'administration qui jouent le principal rôle dans ce processus. Le premier, qui est assisté par un cabinet spécialisé, intervient dans la phase d'initiative. Quant au conseil d'administration plénier, son rôle se limite à ratifier et à contrôler les décisions. Cette intervention, s'inscrit dans une approche disciplinaire, selon laquelle le conseil agit comme un contre-pouvoir au dirigeant pour lui imposer une certaine discipline financière, conformément aux explications de la théorie de l'agence (Fama et Jensen, 1983).

A partir de 2004, les administrateurs des deux organes tendent, au contraire, à agir comme les membres d'une chambre d'enregistrement des décisions initialement prises par le dirigeant lui-même. En effet, l'enracinement de ce dernier, en raison de son appartenance à un réseau relationnel, lui permet de gérer le comité des rémunérations et le conseil d'administration conformément à ses intérêts, notamment une rémunération plus élevée. Ce pouvoir est renforcé par la présence de certains biais comportementaux, tels que la soumission à l'autorité par les administrateurs et le narcissisme du dirigeant. Ce type de fonctionnement de détermination des rémunérations se maintient jusqu'en 2006. A partir de cette année, le processus décisionnel concernant la rémunération des dirigeants de Vinci est marqué par l'intervention d'autres mécanismes (surveillance mutuelle, médias, tribunaux,…). Ces mécanismes interviennent essentiellement pour renforcer le rôle du conseil d'administration dans la surveillance des décisions prises par le comité des rémunérations, afin de protéger les intérêts de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise (salariés, opinion publique, actionnaires minoritaires,…).

Sur le plan des implications managériales, les observations du cas Vinci incitent à la prudence par rapport à une utilisation excessive des formules de rémunération variables. Souvent présentées comme un mécanisme d'incitation au service d'une réduction des coûts d'agence,

tout dépend en réalité du contexte précis de leur mise en place. En réalité, le cas confirme l'un des arguments du modèle canonique de l'agence, souvent négligé, qui veut que l'alignement *ex ante* de la rémunération des dirigeants sur la performance financière ne permet de gérer les conflits d'agence que si le dirigeant possède effectivement une forte latitude pour influencer cette performance. Dans le cas Vinci, nous observons, précisément, une politique de rémunération qui augmente la sensibilité de la rémunération à la performance alors même que la discipline de la gouvernance s'affaiblit. Nous constatons en effet que la sensibilité de la rémunération à une hausse de la performance n'est pas due à l'action des mécanismes de gouvernance qui agiraient sur un mode disciplinaire (2000-2004), mais au contraire à l'initiative d'un dirigeant enraciné (en raison de son réseau relationnel) et narcissique (période 2004-2006). Ainsi, la sensibilité de la rémunération à la performance peut être réinterprétée, non pas comme un mécanisme incitatif et disciplinaire, mais comme un moyen d'appropriation de rentes, d'autant plus que le dirigeant agit dans un environnement ou la forte hausse des performances est largement anticipée et le résultat d'actions passées (et non pas le résultat précaire du comportement managérial à venir). Nous constatons qu'outre les liens d'intérêt entre le dirigeant et les administrateurs, le sentiment de soumission à l'autorité affaiblit considérablement le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration et du comité des rémunérations, faisant de la politique de rémunération un outil d'appropriation de rentes plutôt qu'un mécanisme incitatif, comme le voudrait l'approche juridico-financière de la gouvernance.

Cette recherche présente inévitablement un certain nombre de limites. Notamment, le choix d'un cas unique peut faire courir le risque de générer des connaissances idiosyncrasiques nuisant à la validité externe. Par ailleurs, le matériau empirique disponible n'a pas permis d'approfondir l'analyse de certains concepts, notamment ceux liés aux biais comportementaux.. Il convient néanmoins de souligner que le principal support empirique de cette étude est le jugement de la cour d'appel, qui contient la retranscription des débats contradictoires des différentes parties prenantes qui témoignent sous serment, ce qui est un gage de validité, au moins pour l'examen des concepts liés aux conflits d'agence, qu'ils concernent les actionnaires ou, plus largement, toutes les parties prenantes.

Ce travail est une première tentative pour aborder l'interaction entre gouvernance et rémunération des dirigeants sous un angle processuel.. Pour l'avenir, il serait envisageable d'étendre la recherche à d'autres entreprises, de contexte différent, en suivant une logique de réplication (Yin, 2003).

Bibliographie

Ammar T. (2007), Golden Boss. Patrons ou rentiers ?, Eyrolles, Paris.

André P. et Schiehll E. (2004), « Systèmes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises. », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n°2, p. 165 – 193.

Bailly F.A., Bourgeois D., Guère J-P., Roulet-Corset N. et Roland-Lévy C. (2006), *Comportements humains et management*, Pearson Education.

Baret C., Huault I. et Picq T (2006), « Management et réseaux sociaux. Jeux d'ombres et de lumières sur les organisations », *Revue Française de Gestion*, vol. 4, n°163, p. 93-106.

Bebchuk L. A. et Fried J. M. (2004), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge: Harvard University Press.

Bebchuk L. A., Fried J. M. et Walker D. J. (2002), «Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation», *University of Chicago Law Review*, vol. 69, n° 3, p.751-846.

Belanes A. et Hachana R. (2010), « Biais Cognitifs et Prise de Risque Managériale : Validation Empirique dans le Contexte Tunisien », *Management International*, vol. 14, n°2, p. 105-119.

Black B., Cheffins B. et Klausner M. (2006), «Outside Director Liability», *Stanford Law Review*, vol. 58, n°4, p. 1055-1159.

Blair M. M. (1995), *Ownership and Control*, The Brookings Institution.

Blass T. (1999), « The Milgram paradigm after 35 years: Some things we now know about obedience to authority», *Journal of Applied Social Psychology*, vol. 29, n°5, p. 955-978.

Bodie Z., Kaplan R.S., et Merton R. C. (2003), « For the last time: Stock options are an expense », *Harvard Business Review*, Mars, p. 63-72.

Broye G. et Moulin Y. (2010), « Rémunération des dirigeants et gouvernance des entreprises : Le cas des entreprises françaises cotées », *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 13, n° 1, p. 67-98.

Broye G. et Moulin Y. (2012), « Les déterminants de la rémunération des administrateurs externes dans les sociétés françaises du SBF 120 », *Finance Contrôle Stratégie* [En ligne], 15-1/2 | 2012, mis en ligne le 02 août 2012 : http://fcs.revues.org/78.

Burmeister K. et Schade C. (2007), «Are entrepreneurs 'décisions more biased? An experimental investigation of the susceptibility to status quo bias», *Journal of Business Venturing*, vol. 22, n°3, p. 340– 362.

Campbell W. K., Hoffman B. J. Campbell S. M. et Marchisio, G. (2011), «Narcissism in organizational contexts»., *Human Resource Management Review*, vol. 21, n° 4, p. 268-284.

Castanias R. P. et Helfat C. E. (1991), « Managerial Resources and Rents », *Journal of Management*, vol. 17, n°1, p. 155-171.

Charreaux G. (1997a), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », *in* G. Charreaux (dir.), *Le gouvernement des Entreprises: Coporate Governance, théories et faits*, Economica, Paris, p. 421-469.

Charreaux G**.** (1997b), « L'entreprise publique est-elle nécessairement moins efficace », *Revue Française de Gestion*, n° spécial Public-Privé, septembre-octobre, p.38-56.

Charreaux G. (2003), « Le point sur… les réseaux d'administrateurs et de dirigeants », *Banque & Marchés*, septembre-octobre, n°66, p. 59-63.

Charreaux G. (2004), « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », *Cahier de FARGO n°1040101*, http://leg.u-bourgogne.fr/wp/1040101.pdf.

Charreaux G. (2005), « Pour une gouvernance d'entreprise 'comportementale': une réflexion exploratoire... », *Revue Française de Gestion*, vol. 31, n° 157, p. 215-238.

Charreaux G. (2008), « À la recherche du lien perdu entre caractéristiques des dirigeants et performance de la firme : gouvernance et latitude managériale », *Économies et Sociétés, série Économie de l'entreprise*, n° 10, p. 1831-1868.

Charreaux G. (2011), «Quelle théorie pour la gouvernance? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive et comportementale **»,** *Cahier du FARGO n° 1110402*, http://leg.u-bourgogne.fr/wp/1110402.pdf.

Charreaux G. et Desbrières P. (1998), « Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre-valeur actionnariale », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n°2, p. 57-88.

Conyon (2011), «Executive Compensation Consultants and CEO Pay », *Vanderbilt Law Review*, vol. 64, n°2, p. 397-419.

Core J.E, Guay W. et Larcker D. (2008), « The Power of the Pen and Executive Compensation », *Journal of Financial Economics*, vol. 88, n°1, p. 1-25.

Cox J.D. (1997), « Private Litigation and the Deterrence of Corporate Misconduct », *Law and Contemporary Problems*, vol. 60, n°4, p. 1-38.

Crête R. (2004), « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance », *Les Cahiers de droit*, vol. 45, n° 3, p. 409-468.

Crête R. et Rousseau S. (2002), *Droit des sociétés par actions — Principes fondamentaux*, Montréal, Éditions Thémis

David, A. (2005), « Etude de cas et généralisation scientifique en sciences de gestion», *Revue Sciences de Gestion*, n°39, p. 139-166.

De Brouwer P. (2001), « La finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur », *Fortis Investment Management*, Septembre, p. 14-16.

Dudouet F. X. et Joly H. (2010), « Les dirigeants français du CAC 40 : entre élitisme scolaire et passage par l'Etat », *Sociologie et pratique*, vol. 2, n°21, p. 35-47.

Dyck A. et Zingales L. (2005), « Le rôle des médias dans le gouvernement d'entreprise », *in* R. Islam (eds.), *Le droit d'informer. Le rôle des médias dans le développement économique*, De Boeck, p. 141-180.

Eminet, A., Guerdi, Z., Asseman, S. (2009), « Le dirigeant est-il l'architecte de sa rémunération ? Structure de contrôle du conseil d'administration et mobilisation du capital social », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 12, n°3, p.5-36.

Ezzamel M. et Watson R. (1998), «Market Comparison Earnings and the Bidding-up of Executive Cash Compensation: Evidence from the UK», *Academy of Management Journal* vol. 41, n°2, p.221–231.

Fama E. et Jensen M. C. (1983), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 88 n°2, p. 301-325.

Farrell K. et Whidbee D. (2002), « Monitoring by the Financial Press and Forced CEO Turnover », *Journal of Banking & Finance*, vol. 26, n°12, p. 2249-2276.

Faucheux C. et Moscovici S. (1967), «Le style de comportement d'une minorité et son influence sur les réponses d'une majorité », Bulletin du CERP, n°16, p. 337-360.

Freeman R. E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston.

Greenfich P. (2005), «Behavioral finance definitions: Main concepts», disponible sur: http://pgreenfinch.pagesperso-orange.fr/f-bf2.htm.

Haublod B. (2007), « Quand narcisse est aux commandes de l'entreprise », decisio.info, n°42, p.6-7.

Hill C. W. L. et Jones T. M. (1992), «Stakeholder Agency-Theory», *Journal of Management Studies*, vol. 29, n°2, p. 131-154.

Jaffré P. et Maudit L. (2002), *Les stock-options*, Grasset.

Jennifer J.R., Henock L. et Dahlia R. (2009), « Managers‟ and Investors‟ Responses to Media Exposure of Board Ineffectiveness », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 44, n°3, p. 579-605.

Jensen M. C. (1993), «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems», *Journal of Finance*, vol. 48, n°3, p.831-880.

Jensen M. C. (1994), « Self-Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n° 2, p. 4-19.

Jensen M.C. (2004), « Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance », *European Financial Management*, vol. 10, n° 4, p. 549-565.

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

Jensen M. C., Murphy K. J. (1990), « Performance pay and top-management incentives», *Journal of Political Economy,* Vol. 98, p. 225-264.

Jensen M.C., Murphy K.J. et Wruck E.G. (2004), « Remuneration: Where we've Been, how we Got to here, what Are the Problems, and how to Fix them », *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper, n° 44/2004.

Johnson J., Ellstrand A., Dalton D. et Dalton C. (2005), « The Influence of the Financial Press on Stockholder Wealth: the Case of Corporate Governance », *Strategic Management Journal*, vol. 26, n°5, p. 461-471.

Kahneman D. et Tversky A. (1979), «Prospect Theory and Analysis of Decision under Risk», *Econometrica,* vol.47, n°2, p. 263-291.

Kuhnen C.M. et Nissen A. (2010), « Public opinion and executive compensation», Journal *of Neuroscience*, vol. 30, n°4, p.1426-1434.

Laumann E.O., Galaskeiwicz L. et Marsden P.V. (1978), «Community structure as interorganizational linkages», *Annual Review of Sociology*, vol. 4, n°, p. 455-484.

Loewenstein M.J. (2000), « The conundrum of executive compensation», *Wake Forest Law Review*, vol. 35, n°1, p. 1-30.

Magnan M., Roussel P., Saint-Onge S. et Trepo G. (2000), « La rémunération des dirigeants d'entreprise : débats, enjeux, bilans » *in* J-M. Peretti et P. Roussel, *Les rémunérations : politiques et pratiques pour les années 2000*, Paris, Vuibert, p. 311-327.

Mauduit L. (2007), *Petits conseils*, Editions Stock.

Meier O. et Schier G. (2008), *Transmettre ou reprendre une entreprise,* Dunod.

Miles M. et Huberman A.M. (2003), *Analyse des données qualitatives,* 2ème édition, De Boeck, Bruxelles.

Miller G. (2006), « The Press as a Watchdog for Accounting Fraud », *Journal of Accounting Research*, vol. 44, n°5, p. 1001-1033.

Morck R. (2008), «Behavioral Finance in Corporate Governance: economics and ethics of the devil's advocate », Journal of Management and Governance, vol. 12, n°2, p. 179-200.

Moris K. (2011), « La presse en tant que mécanisme de gouvernance disciplinaire », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 14, n° 4, p. 21-66.

O'Reilly C.A., Doerr B., Caldwell D.F. et Chatman J.A. (2012), « Narcissism and Executive Compensation», disponible : http://haas.berkeley.edu/faculty/papers/chatman_narcissism.pdf.

Ouimet G. (2012), « Analyse comparative du leadership transformationnel et du leadership narcissique », *Psychologie du travail et des organisations*, vol. 18, n° 3, p. 277-290.

Paquerot M. et Carminatti-Marchand G. (2003), *Faut-il confier les entreprises aux X et aux énarques*, Etheque.com Edition,

Pennings J.M. (1993), « Executive Reward Systems: A Cross-national Comparison », *Journal of Management Studies* , vol. 30, n°2, p. 261 – 280.

Pichard-Stanford J.P. (2000), « Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n°4, p. 143-178.

Pigé B. (1998), « Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires », *Finance Contrôle Stratégie*, vol.1, n°3, p131-158.

Proxinvest (2005), *La rémunération des dirigeants des sociétés cotées*, 6ème rapport, disponible sur : http://hussonet.free.fr/cac40sal.pdf.

Romano R. (1991), «The Shareholder Suit: Litigation without Foundation?», *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 7, n°1, p. 55-887.

Rosenthal S. A. et Pittinsky T. L. (2006), « Narcissistic leadership», *Leadership Quarterly*, vol.17, n°6, p. 617-633.

Rousseau S. (2004), «Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes: réflexions sur la règle du jugement d'affaire», *Les Cahiers de Droit*, vol. 45, n°3, p. 469-540.

Scott J. (1991), « Networks of Corporate Power: A Comparative Assessment », *Annual Review of Sociology*, vol. 17, n°1, p. 181-203.

Skeel D. (2001), « Shaming in Corporate Law », *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 149, n°6, p. 1811-1868.

St-Onge S. et Magnan M. (2008), « La rémunération des dirigeants : mythes et recommandations », *Gestion*, vol. 33, n°3, p. 25-40.

Tandeau de Marsac (2011), « Affaire Vinci: les tribunaux deviendraient-ils le "juge de la gouvernance des entreprises" ? », Option Finance, n°1141, p. 28-29.

Tavris C. et Wade C. (1999), *Introduction à la psychologie. Les Grandes perspectives*, De Boeck.

Weisbach M.S. (2007), «Optimal Executive Compensation versus Managerial Power: A Review of Lucian Bebchuk and Jesse Fried's Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation», *Journal of Economic Literature*, vol. 45, n°2, p.419-428.

Westphal J. D., Seidel M.-D. L. et Stewart K. J. (2001), « Second-order imitation: Uncovering latent effects of board network ties », *Administrative Science Quarterly***,** vol. 46, n°4, p. 717–747.

Wirtz P. (2000), « L'étude de cas: réflexions méthodologiques pour une meilleure compréhension du rôle de la comptabilité financière dans le gouvernement d'entreprise » , *Comptabilité Contrôle Audit*, numéro special, p.121-135.

Wirtz P. (2002), *Politique de financement et gouvernement d'entreprise*, Economica.

Wirtz P. (2008), *Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, Collection Repères, La Découverte.

Yeo H.-J., Pochet C. et Alcouffe A. (2003), « CEO Reciprocal Interlocks in French Corporations », *Journal of Management and Governance*, vol. 7, n°1, p. 87-108.

Yin R. (2003), *Case Study Research: Design and Methods*, 3ème edition, Beverly Hills, CA: Sage Publishing.

Zeitlin M. (1974), «Corporate Ownership and Control: The Large Corporation and the Capitalist Class», *American Journal of Sociology*, vol. 81, n°4, p. 894–903.

Zingales L. (2000), «In Search of New Foundations», *The Journal of Finance*, vol. 55, n°4, p. 1623-1653.

Article de Presse.

Agence France Presse, 26 mars 2010, « Deux ans de prisons avec sursis requis contre Zacharias ».

La Tribune, 5 juin 2006, « Les neuf leçons de l'affaire ».

La Tribune, 15 juin 2006, « Blackboulé ».

La Tribune, 27 mars 2010, « Antoine Zacharias va garder ses millions ».

Le Figaro, 14 juin 2006, « Zacharias conteste sa démission ».

Le Figaro, 3 juin 2006, « Zacharias : une rémunération qui donne le vertige ».

Le Nouvel Observateur, 8 juin 2006, « Monsieur 250 Millions d'euros ».

Le Parisien, 2 juin 2006, « Le courrier qui a mis le feu aux poudres ».

Le Parisien, 3 juin 2006, « Entre écœurement et inquiétude ».

Le Parisien, 11 janvier 2010, « L'ancien patron de Vinci devra justifier son pactole au tribunal ».

Les Echos, 25 mars 2010, « Antoine Zacharias va devoir s'expliquer devant les juges ».

Les Echos, 11 janvier 2010, « Le procès de l'ex PDG de Vinci est fixé à fin mars ».

Libération, 2 juin 2006, « Echec au roi chez Vinci ».

Libération, 21 juin 2006, « Vinci : suite judiciaire pour les millions d'Antoine Zacharias ».

Documents de référence.

Rapport annuel du groupe Vinci de 2001.

Rapport annuel du groupe Vinci de 2002.

Rapport annuel du groupe Vinci de 2003.