

**Le *Say on Pay* obligatoire pour les sociétés anonymes cotées en bourse : une solution à la problématique des rémunérations des dirigeants ?**

L'expérience suisse

MÉMOIRE

présenté

par

**Anastasia Leu**

sous la direction du

**Professeur Damiano Canapa**

Lausanne, 13 décembre 2020

# Table des matières

<i>Table des abréviations</i>	<i>IV</i>
<b>1 Introduction</b>	<b>1</b>
<b>2 La problématique des rémunérations des dirigeants</b>	<b>3</b>
<b>2.1 La problématique des rémunérations « inappropriées » des dirigeants de sociétés anonymes</b>	<b>3</b>
2.1.1 L'aspect social de la problématique : le caractère « excessif » des montants des rémunérations	3
2.1.2 L'aspect économique de la problématique : les difficultés à établir le lien entre les rémunérations et les performances	6
2.1.3 L'initiative populaire « contre les rémunérations abusives » : une problématique économique masquée par des revendications sociales.	8
<b>2.2 La problématique des rémunérations en gouvernance d'entreprise</b>	<b>8</b>
2.2.1 Le droit de la société anonyme et la gouvernance d'entreprise	8
2.2.1.1 La théorie de l'agence	9
2.2.1.2 La gouvernance d'entreprise	9
2.2.2 La rémunération des dirigeants et la gouvernance d'entreprise	10
2.2.2.1 La rémunération comme <i>problématique</i> et comme <i>outil</i> de gouvernance	10
2.2.2.2 La politique des rémunérations et le principe du <i>Pay for Performance</i>	11
<b>3 Le Say on Pay</b>	<b>12</b>
<b>3.1 La définition du Say on Pay</b>	<b>12</b>
<b>3.2 Le Say on Pay comme outil de gouvernance d'entreprise</b>	<b>13</b>
<b>3.3 Le Say on Pay en droit suisse de la société anonyme</b>	<b>13</b>
3.3.1 Les origines et le cadre légal du <i>Say on Pay</i>	13
3.3.2 L'objectif du <i>Say on Pay</i> : la résolution du conflit d'intérêts du conseil d'administration dans la fixation de la rémunération	14
3.3.2.2 Le devoir de fidélité et les mécanismes pour gérer le conflit d'intérêts en matière de rémunération avant 2013	17
3.3.3 Le <i>Say on Pay</i> : le moyen d'améliorer la gouvernance par le renforcement de la « démocratie actionnariale »	19
<b>3.4 Le Say on Pay dans l'ordonnance contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse (ORAb)</b>	<b>20</b>
3.4.1 Le champ d'application temporel	20
3.4.2 Le champ d'application matériel	20
3.4.3 Les caractéristiques du vote des actionnaires	21
3.4.3.1 La nature, l'objet et la récurrence du vote	21
3.4.3.2 Le moment et les modalités du vote	21
3.4.3.3 Les conséquences d'un vote négatif de l'assemblée générale	22
<b>4 Le Say on Pay comme solution à la problématique des rémunérations des dirigeants</b>	<b>22</b>
4.1.1 La solution aux conflits d'intérêts du conseil d'administration ?	23
4.1.2 La solution pour diminuer les montants des rémunérations ?	24
4.1.3 La solution pour aligner les rémunérations aux performances ?	25
<b>4.2 Analyse des effets du Say on Pay sur les rémunérations de dirigeants de sociétés anonymes cotées en bourse</b>	<b>26</b>
4.2.1 Analyse de l'évolution des montants des rémunérations des directeurs généraux et présidents du conseil d'administration	27
4.2.2 Analyse de l'exercice du droit de vote des actionnaires sur les rémunérations des directions générales	30
4.2.3 Constat général et perspective critique	31
4.2.3.1 Un problème de passivité des actionnaires ?	32
4.2.3.2 Un problème de mise en œuvre de l'initiative populaire ?	32

4.2.3.3	Une inaptitude des moyens ?	33
<b>5</b>	<b>Conclusion</b>	<b>34</b>
	<b>Bibliographie</b>	<b>I</b>

## Table des abréviations

ATS	Agence télégraphique suisse
aCBP	Code suisse de Bonne Pratique pour le gouvernement d'entreprise du 25 mars 2002
al.	alinéa(s)
Annexe 1	Annexe 1 du Code suisse de Bonne Pratique pour le gouvernement d'entreprise
AP-ORAb	Rapport explicatif concernant l'avant-projet d'ordonnance contre les rémunérations abusives (ORAb) du 14 juin 2013
art.	article(s)
ATF	Arrêt du Tribunal fédéral publié au Recueil officiel
c.	considérant
CA	Conseil d'administration
CBP	Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise du 28 août 2014
CEDIDAC	Centre du droit de l'entreprise (droit industriel, droit d'auteur, droit commercial) de l'Université de Lausanne
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CF	Conseil fédéral
ch.	chiffre(s)
CHF	Francs suisses
CO	Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le code civil suisse (Livre cinquième: Droit des obligations), RS 220
CR	Commentaire romand
CS	Crédit Suisse
Cst. féd.	Constitution fédérale Constitution fédérale de la Confédération suisse du 18 avril 1999 (État le 1er janvier 2020), RS 101
ECS	Expert-comptable suisse (Der Schweizer Treuhänder), Zürich
éd.	édition
édit(s)	éditeur(s)
etc.	Et cætera
p. ex.	par exemple
FF	Feuille fédérale
GesKR	Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, Zurich
IGOPP	Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques (canadien)
in	dans
initiative populaire/ initiative Minder	Initiative populaire fédérale « contre les rémunérations abusives » acceptée le 3 mars 2013, RO 2013 1303
JdT	Journal des Tribunaux

let.	lettre
Message	Message relatif à l’initiative populaire « contre les rémunérations abusives » et à la révision du code des obligations (Droit de la société anonyme) du 5 décembre 2008, FF 2009 265.
Mio	Millions (CHF)
nCO	Code des obligations (Droit de la société anonyme), Modification du 19 juin 2020, FF 2020 5409.
n°	numéro(s)
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
ORAb	Ordonnance contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse du 20 novembre 2013, RS 221.331
p.	page
PDG	Président directeur général
Président	Président du conseil d’administration
RDSA	Revue suisse de droit des affaires et du marché financier
RO	Recueil officiel du droit fédéral
RS	Recueil systématique du droit fédéral
RSJ	Revue suisse de jurisprudence
SJ	La Semaine judiciaire
SoP	<i>Say on Pay</i>
SPI	<i>Swiss Performance Index</i>
S&P	<i>Standard and Poor’s Global Market Intelligence</i>
ss	et suivants
TF	Tribunal fédéral
USD	dollar(s) américain(s)
vol.	volume
§	Paragraphe

# 1 Introduction

La rémunération des dirigeants<sup>1</sup> de sociétés est un sujet qui a fait l'objet de vifs débats au cours des deux dernières décennies en Suisse et à l'étranger. Sous l'effet des scandales économiques ayant mis en lumière les rémunérations indécentes et non alignées aux performances versées à certains dirigeants, elle a acquis le rang de problématique centrale en matière de bonne gouvernance d'entreprise<sup>2</sup>.

La gouvernance d'entreprise désigne l'ensemble des principes et règles permettant la gestion, le contrôle et la surveillance des structures et du comportement des hauts dirigeants de sociétés<sup>3</sup>. Elle est vue comme une solution aux scandales économiques et plus généralement aux divers problèmes sociaux touchant les sociétés anonymes publiques (tels que les inégalités de salaires et la discrimination envers les femmes)<sup>4</sup>.

Parmi les mécanismes de gouvernance d'entreprise développés pour remédier au caractère « inapproprié »<sup>5</sup> des rémunérations des dirigeants de sociétés anonymes cotées en bourse, le *Say on Pay* a fait son apparition au début des années 2000. D'origine anglaise, ce mécanisme qui se traduit littéralement « se prononcer sur la rémunération », consiste à octroyer un « droit de parole » aux actionnaires pour émettre un avis sur les rémunérations des dirigeants de leurs sociétés. Cet avis peut prendre des formes diverses : il peut s'exprimer sous une forme contraignante, liant le conseil d'administration, ou sous une forme consultative.

Initialement prévu dans le *soft law*, comme mécanisme à la libre disposition des entreprises, on observe depuis quelques années une tendance croissante à l'instauration du *Say on Pay* obligatoire dans les législations nationales du monde entier (notamment au Royaume-Uni, en Australie, aux Pays-Bas, en Norvège, en Espagne et aux États-Unis)<sup>6</sup>.

En Suisse, le *Say on Pay* a fait son apparition dans la législation le 3 mars 2013, à la suite de l'acceptation de l'initiative populaire « contre les rémunérations abusives ». Intégré depuis à l'art. 95 al.3 let. a Cst. féd.<sup>7</sup>, et concrétisé dans l'ordonnance « contre les rémunérations

---

<sup>1</sup> La dénomination de « dirigeant » est utilisée dans le cadre de ce travail pour évoquer les membres du conseil d'administration, les membres de la direction et les membres des éventuels comités des sociétés anonymes. Bien que la rémunération de ces différentes catégories fasse parfois l'objet d'un examen séparé dans la littérature, nous traitons ici la problématique de manière conjointe. Ce choix s'explique pour trois raisons. Premièrement, car la problématique des rémunérations en tant que problème d'agence se pose à la fois pour la rémunération des directeurs, des administrateurs et des membres des comités. Deuxièmement, car le régime de *Say on Pay* (vote des actionnaires en matière de rémunération) dont il est question dans ce travail est similaire pour ces 3 catégories. Troisièmement, car le traitement distinct de ces problématiques impliquerait d'exposer plusieurs spécificités, ce qui nécessiterait bien plus d'une trentaine de pages. Partant, leur examen distinct ne nous a pas semblé adéquat.

<sup>2</sup> URBEN, p. 1 ; ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 217.

<sup>3</sup> Définition tirée du site internet officiel de la Confédération : <https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/creation-pme/creation-entreprise/choisir-une-forme-juridique/societe-anonyme/mot-cle-gouvernance-entreprise.html>

<sup>4</sup> PHILIPPE, p. 299. ; URBEN, p. 1 ; ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 217.

<sup>5</sup> Nous utilisons cette terminologie pour englober à la fois les rémunérations « excessives » dans leurs montants, et les rémunérations « déconnectées des performances » dans leurs sensibilités.

<sup>6</sup> NERI-CASTRACANE, p. 134-136.

<sup>7</sup> Constitution fédérale de la Confédération suisse du 18 avril 1999 (Etat le 1er janvier 2020), RS 101.

abusives » (ORAb)<sup>8</sup>, il oblige, depuis 2014, l'ensemble des sociétés anonymes cotées en bourse en Suisse à soumettre les rémunérations de leur directeurs, administrateurs, et membres des comités consultatifs, à l'approbation de l'assemblée générale<sup>9</sup>.

Une demi-décennie après son introduction dans notre législation et à l'heure où de nombreux pays se questionnent encore sur l'opportunité d'adopter un *Say on Pay* dans leur législation, ce travail propose d'émettre quelques pistes de réflexions, par l'exposé de l'expérimentation suisse du *Say on Pay*.

Pour ce faire, notre travail est structuré en trois grandes parties.

La première partie vise à délimiter ce qu'on entend lorsqu'on parle de « problématique des rémunérations des dirigeants ». Cette dénomination vague se rapporte en réalité à des questions à la fois sociales, politiques et économiques. Cette partie est cruciale, car elle permet de poser le contexte de l'émergence du *Say on Pay* en Suisse et de mettre le doigt sur les problèmes sous-jacents aux rémunérations, auxquels il tente de répondre.

La deuxième partie est consacrée à la définition du *Say on Pay*, en tant qu'outil de gouvernance d'entreprise et règle de droit des sociétés. Ce chapitre permet de cerner les fondements théoriques du *Say on Pay* et de mettre en évidence ses caractéristiques particulières dans le régime juridique suisse, applicables aux sociétés anonymes cotées en bourse.

La troisième partie de notre travail est la plus déterminante. Elle répond à notre problématique, qui est de savoir : « Est-ce que le *Say on Pay*, obligatoire pour les sociétés anonymes cotées en bourses en Suisse, s'est avéré être un outil efficace pour répondre à la problématique des rémunérations abusives des dirigeants ? ». Pour ce faire, après avoir exposé les principaux arguments relatifs aux effets escomptés du SoP lors de son introduction, nous procédons à une analyse de l'évolution des rémunérations des hauts dirigeants de 6 sociétés anonymes cotées en bourse en Suisse. De cette manière, nous tenterons de poser un constat général sur l'impact du *Say on Pay* et d'émettre quelques hypothèses explicatives de celui-ci.

---

<sup>8</sup> Ordonnance contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse du 20 novembre 2013 (ORAb), RS 221.331.

<sup>9</sup> NERI-CASTRACANE, p. 137

## 2 La problématique des rémunérations des dirigeants

### 2.1 La problématique des rémunérations « inappropriées » des dirigeants de sociétés anonymes

Cette première partie théorique est consacrée à l'exposé du premier élément central de notre problématique: la rémunération des dirigeants de sociétés, appréhendée à la fois comme un problème et un moyen de gouvernance d'entreprise et de société.

Dans un premier temps, il est question de définir ce que l'on entend par « problématique des rémunérations inappropriées des dirigeants de sociétés anonymes ». Nous exposerons ce qui nous semblent être les deux fondements du problème des rémunérations des dirigeants, ayant donné lieu à l'introduction du *Say on Pay* (ci-après: SoP) dans la législation : son fondement social et son fondement économique<sup>10</sup>. Nous verrons que l'aspect social de la problématique des rémunérations des dirigeants s'attache à l'idée de justice sociale et porte sur le *niveau* des rémunérations, tandis que l'aspect économique s'attache aux objectifs de la rémunération en tant qu'outil de gouvernance d'entreprise, il est lié à l'alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants et porte sur la *sensibilité* des rémunérations aux performances de l'entreprise<sup>11</sup>.

Dans un second temps, il est question de circonscrire la problématique des rémunérations sous l'angle de la gouvernance d'entreprise. Nous commencerons par présenter notre domaine de recherche, *la gouvernance d'entreprise* (dont le SoP tire ses fondements théoriques) et les différents liens qu'elle entretient avec les éléments de notre problématique. Nous exposerons tout d'abord le lien entre la gouvernance d'entreprise et le droit de la société anonyme. Nous présenterons la théorie de l'agence, sur laquelle repose la gouvernance d'entreprise et poserons quelques-unes des définitions de la gouvernance d'entreprise dans le paysage suisse. Nous présenterons ensuite la notion de rémunération des dirigeants dans le contexte de la gouvernance d'entreprise, appréhendée à la fois comme une *problématique* et comme un *outil* de celle-ci. Dans ce cadre, nous évoquerons enfin également la question de la politique de rémunération. Bien que cette question ne soit pas directement liée au SoP, son exposé nous paraît essentiel pour comprendre la complexité de la détermination de la rémunération des dirigeants d'entreprises.

#### 2.1.1 L'aspect social de la problématique : le caractère « excessif » des montants des rémunérations

La question de la « juste » rémunération est une question d'équité et de société, en ce sens que si tout travail mérite rémunération, il faut trouver le juste équilibre (ni trop basse, ni trop élevée) pour qu'elle soit perçue comme socialement équitable<sup>12</sup>. Payer trop cher un dirigeant est vu comme « socialement inacceptable et irresponsable »<sup>13</sup>.

En ce sens, la problématique des rémunérations soulève la question du caractère équitable des montants attribués aux dirigeants de sociétés. Cette question touche à l'éthique des entreprises et relève de leur responsabilité sociale<sup>14</sup>.

---

<sup>10</sup> SERRET, p. 78-80.

<sup>11</sup> PALOMINO (2012), p. 7

<sup>12</sup> NERI-CASTRACANE, p. 133.

<sup>13</sup> *Ibidem*, p. 29, 133.

<sup>14</sup> *Ibidem*.

Le début des années 2000 a été marqué par la succession de scandales économiques et financiers, qui se sont produits dans le monde entier<sup>15</sup>. On pense en particulier aux scandales Enron et Worldcom aux États-Unis ou à la faillite Swissair en Suisse<sup>16</sup>. Ces affaires ont particulièrement choqué le public et ont donné lieu à une méfiance générale vis-à-vis des sociétés cotées en bourses et de leurs dirigeants<sup>17</sup>. En Suisse, plusieurs événements ont particulièrement attiré les foudres du public et fait couler de l'encre dans la presse. En particulier, on peut citer la prime de bienvenue (*golden hello*) de 12.5 Mio de francs, perçue par Mario Corti en 2001, lorsqu'il fut nommé directeur général de Swissair, peu de temps avant que la société soit mise en faillite<sup>18</sup>. Ensuite, en 2002 le versement d'indemnités de départ aux ex-dirigeants d'ABB, se montant à quelque 148 Mio pour Percy Barnevik et à 85 Mio pour Goran Lindahl. Puis, la même année le parachute doré de près de 20 Mio proposé à Lukas Mühlemann, directeur général de Crédit Suisse (ci-après : CS)<sup>19</sup>. On peut également citer le cas du dirigeant d'UBS, Oswald Grübel, fraîchement élu en 2009, qui perçut une rémunération de 16 Mio de francs, moins d'une année après que l'état eut dû intervenir pour sauver l'entreprise de la faillite<sup>20</sup>.

Aux États-Unis, les affaires sont d'autant plus criantes que les montants versés aux dirigeants sont exorbitants. À titre d'exemple, on peut citer les indemnités de départ versés par Pfizer et Home Depot, avoisinant les 200 Mio de dollars (USD), en l'absence totale de performances comparables enregistrées par la société<sup>21</sup>. Le versement de ces montants démesurés à des dirigeants d'entreprises, *a fortiori* dans un contexte de crise, a soulevé des critiques virulentes de la part du public. En particulier dans la population, craignant que des fonds publics (l'argent du contribuable) soient utilisés pour rémunérer des dirigeants d'entreprises aux performances médiocres<sup>22</sup>.

En réponse au sentiment général d'injustice et d'incompréhension ressenti par la population, la réponse des organes politiques a été la multiplication des initiatives visant à renforcer la gouvernance d'entreprise (principalement par l'amélioration de la transparence et par la prise de mesures de protection des actionnaires)<sup>23</sup>. Aux États-Unis, cette tendance a donné lieu à l'adoption du *Sarbanes Oxley Act*<sup>24</sup> (2002) puis du *Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*<sup>25</sup> (2010)<sup>26</sup>. Au niveau supranational européen, elle a notamment engendré l'adoption de nouveaux « Principes de gouvernement d'entreprise » de l'OCDE<sup>27</sup> (2004)<sup>28</sup>. En Suisse, elle s'est traduite, sur le plan de l'autorégulation, par l'élaboration du Code

---

<sup>15</sup> FF 2009 265, p. 272.

<sup>16</sup> KARAMETAXAS (2015), p. 279

<sup>17</sup> FF 2009 265, p. 272 ; IGOPP, (2010), p. 7.

<sup>18</sup> KARAMETAXAS (2015), p. 280 ; HULMANN, 28 janvier 2013.

<sup>19</sup> HULMANN, 28 janvier 2013.

<sup>20</sup> TRAVAILSUISSE, 13 avril 2013.

<sup>21</sup> OCDE, p. 14.

<sup>22</sup> *Ibidem*, p. 18.

<sup>23</sup> FF 2009 265, p. 272 ; MEIER-HAYOT/FORSTMOSER, p. 326 N213 ; KARAMETAXAS, p. 277ss.

<sup>24</sup> *Sarbane-Oxley Act* (États-Unis) du 30 juillet 2002.

<sup>25</sup> *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (États-Unis) 21 juillet 2010.

<sup>26</sup> URBEN, p. 55-56.

<sup>27</sup> FF 2009 265, 274.

<sup>28</sup> Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE (2004), disponible sous : <http://www.oecd.org/fr/gouvernementdentreprise/ae/principesdegouvernementdentreprise/31652074.PDF> (consulté le 7 décembre 2020).

suisse de bonnes pratiques pour le gouvernement d'entreprise (CBP)<sup>29</sup> de la Fédération EconomieSuisse (2002) et de la Directive de la Bourse suisse, SWX Swiss Exchange, concernant les informations relatives à la Corporate Governance (2002)<sup>30</sup>. Puis, de nouvelles dispositions ayant trait à la transparence des indemnités voient le jour dans la législation en 2007 (art. 663b<sup>bis</sup> CO<sup>31</sup>)<sup>32</sup>. Ces nouvelles règles s'inscrivent dans le cadre de la « grande réforme » du droit de la société anonyme (2005), qui fut en grande partie interrompue par le dépôt de l'initiative « contre les rémunérations abusives » (initiative Minder) en 2008<sup>33</sup>. En effet, avant même que le Parlement n'ait pu commencer ses travaux sur la révision du droit de la société anonyme, Thomas Minder dépose l'initiative populaire « contre les rémunérations abusives », qui sans surprise (au vu de l'indignation d'une large partie de la population eu égard aux rémunérations des dirigeants) est acceptée le 3 mars 2013 par le peuple (à 68%) et les cantons (à l'unanimité)<sup>34</sup>.

L'origine de l'initiative Minder se trouve dans l'indignation de la population suscitée par les scandales financiers et les montants des rémunérations perçues par les dirigeants des grandes sociétés cotées au début des années 2000<sup>35</sup>. L'idée sous-jacente à l'initiative Minder réside dans le concept de justice distributive, tel que développé par Platon, Aristote et Thomas d'Aquin<sup>36</sup>.

Le concept de justice distributive consiste à répartir les biens, les pouvoirs et les devoirs entre les membres d'un groupe en fonction des mérites de chacun et de leurs besoins<sup>37</sup>. Cette idée s'exprime également par la formule latine *suum cuique tribuere*, qui postule que les pouvoirs, les biens, les charges et les devoirs doivent être répartis entre les membres d'une communauté proportionnellement aux besoins, aux responsabilités et aux possibilités de chacun<sup>38</sup>. L'application de ce concept au sein d'un contexte socio-politique donné se traduit, au niveau législatif, par l'adoption de lois participant à l'établissement de l'égalité proportionnelle entre les différentes catégories sociales<sup>39</sup>. Dans le contexte socio-politique du début des années 2000, où les rémunérations des dirigeants suscitent l'indignation de la population, l'initiative Minder, « vendue » comme le moyen de rétablir l'équilibre des rémunérations, a répondu à cette préoccupation<sup>40</sup>.

---

<sup>29</sup> ECOONOMIESUISSE, Code suisse de Bonne Pratique pour le gouvernement d'entreprise (CBP), du 25 mars 2002 (cité aCBP).

<sup>30</sup> SIX SWISS EXCHANGE, Commentaire relatif à la directive sur la Corporate Governance du 20 septembre 2007 (directive plus disponible à notre connaissance sur internet).

<sup>31</sup> Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le Code civil suisse (Livre cinquième : Droit de obligations) (CO), RS 220.

<sup>32</sup> RO 2006 2629 ; MEIER-HAYOT/FORSTMOSER, p. 298.

<sup>33</sup> MEIER-HAYOT/FORSTMOSER, p. 301.

<sup>34</sup> *Ibidem*, p. 299-301 ; Chancellerie fédérale, Votation populaire du 3 mars 2013, disponible sous : <https://www.bk.admin.ch/ch/f/pore/va/20130303/index.html> (consulté le 7 décembre 2020).

<sup>35</sup> TRAVAILSUISSE, 24 juin 2013 ; CHENAUX, 2 octobre 2012.

<sup>36</sup> CR Cst-CANAPA, art. 95, N 7.

<sup>37</sup> PAPAUX, p. 37, 54,86 ; LE ROY/SCHOENENBERGER, p. 37

<sup>38</sup> CR Cst-CANAPA, art. 95 N 7 ; PAPAUX, p. 37, 54, 86.

<sup>39</sup> CR Cst-CANAPA, art. 95 N 7.

<sup>40</sup> *Ibidem* ; HULMANN, 28 janvier 2013 ; IMPORT TDG, 18 septembre 2012.

## 2.1.2 L'aspect économique de la problématique : les difficultés à établir le lien entre les rémunérations<sup>41</sup> et les performances

Outre les réactions sociales, l'augmentation des rémunérations des dirigeants de sociétés, observée depuis les années 1990 a suscité de nombreux débats en économie<sup>42</sup>. Dans la littérature économique, la problématique des rémunérations « inappropriées » des dirigeants fut le plus souvent envisagée comme le résultat d'un déficit de gouvernance dans la gestion du conflit d'agence en matière de rémunération<sup>43</sup>. Ce déficit de gouvernance s'observe dans le décalage entre l'évolution des performances des sociétés et celle des niveaux de rémunération accordés aux dirigeants (pourtant sensée augmenter corrélativement, conformément au principe du *Pay for Performance*)<sup>44</sup>.

En ce sens, la problématique des rémunérations soulève la question du caractère acceptable des rémunérations des dirigeants en l'absence d'alignement avec les performances des sociétés. Cette question touche à la structure de la rémunération et à son rôle dans la théorie économique appréhendant le concept de société anonyme.

Notre conception moderne de la rémunération des dirigeants (et ses objectifs incitatifs aujourd'hui reconnus comme nécessaires<sup>45</sup>) tire ses fondements théoriques des écrits économiques du 20<sup>e</sup> siècle<sup>46</sup> appréhendant le phénomène de société (BERLE et MEANS 1932 ; JENSEN et MECKLING, 1976)<sup>47</sup>. Pour comprendre les raisons derrière le caractère incitatif des rémunérations, il est important de saisir ce qu'on cherche à accomplir à travers elles. Dans notre société actuelle, les objectifs recherchés par la rémunération des dirigeants sont généralement les mêmes dans toutes les entreprises.<sup>48</sup> La rémunération est vue comme un moyen d'attirer, de retenir et d'inciter les dirigeants talentueux à maximiser les profits de la société<sup>49</sup>. Dans sa conception économique, la rémunération incitative est supposée lier la part variable des rémunérations des dirigeants aux performances de la société<sup>50</sup>. On incite ainsi les dirigeants à maximiser les profits de la société en faisant dépendre une partie de leur rémunération de l'atteinte d'objectifs de performance<sup>51</sup>. De cette manière, lorsque les performances de la société augmentent, les rémunérations des dirigeants augmentent avec elle, respectivement lorsqu'elles diminuent, les rémunérations diminuent avec elles<sup>52</sup>. En ce sens, la rémunération constitue un

---

<sup>41</sup> La problématique des rémunérations « non alignées » au performance dont il est question ici a principalement pour objet la rémunération des *directeurs* de sociétés, car celle-ci poursuit systématiquement des objectifs incitatifs. Cependant, la problématique se pose également (dans une moindre mesure peut être) en lien avec la rémunération des administrateurs. En effet, bien que généralement composées uniquement d'éléments fixes, les rémunérations des administrateurs suivent parfois un modèle qui se rapproche de celui de la rémunération des directeurs (c'est *a fortiori* le cas pour les administrateurs également membres de l'exécutif). Partant, bien que les préoccupations économiques en lien avec les rémunérations des dirigeants concernent en premier lieu les rétributions des directeurs, nous ne ferons pas de distinction à ce niveau. (Pour le surplus : Voir ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 64 ss).

<sup>42</sup> URBEN, p. 475 ss.

<sup>43</sup> SERRET/BERTHELOT, p. 3.

<sup>44</sup> MALACRIDA/SPILLMANN, p. 349 ; BELOT/GINGLINGER, p. 58 ss.

<sup>45</sup> URBEN, p. 475 ; Ch. 34 et 36 Annexe 1 CBP.

<sup>46</sup> OCDE, p. 14.

<sup>47</sup> URBEN, p. 478-479.

<sup>48</sup> IGOPP (2017), p. 25.

<sup>49</sup> *Ibidem*, p. 25 ; ISAKOV/PARIETTI, p. 1 ; ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 64.

<sup>50</sup> PALOMINO (2012), p. 7 ; URBEN, p. 476.

<sup>51</sup> *Ibidem*, p. 476.

<sup>52</sup> *Ibidem*.

enjeu important de la gouvernance d'une entreprise et reflète la stratégie, le positionnement sur le marché et la vision de la performance d'une société<sup>53</sup>.

Mais voilà qu'au début des années 2000, la réalité des faits vient souligner certaines failles dans ce modèle de rémunération. On note tout d'abord, en pratique, plusieurs situations dans lesquelles des dirigeants ont touché des rétributions exorbitantes alors que leur société se trouvait dans des situations critiques<sup>54</sup>. De plus, de nombreuses études étrangères semblent faire état d'un faible lien entre les rémunérations et les performances<sup>55</sup>. À titre d'exemple, une étude américaine conclut sur la base d'une méta-analyse de la littérature que la part de variation de la rémunération des PDG dépendant de la performance financière serait de moins de 5%<sup>56</sup>. Dans le même sens, en Suisse, la fondation Ethos, qui s'est penchée sur la question en examinant les rémunérations versées aux dirigeants des 100 plus grandes sociétés cotées en bourse en Suisse, conclut qu'aucun résultat significatif ne permet d'établir le lien entre les rémunérations et les performances des sociétés<sup>57</sup>. Ces observations, dans le contexte de malaise social des années 2000, ont conduit alors à se questionner sur le fonctionnement des systèmes de rémunération et ont relancé les débats économiques en lien avec les obstacles à la relation entre rémunération et performance<sup>58</sup>. Parmi les théories, *la managerial power approach* parvient à s'imposer dans les discussions en matière de gouvernance<sup>59</sup>.

*La managerial power approach* reconnaît l'existence d'un conflit d'agence inhérent à la relation entre dirigeants et actionnaires. En vertu de cette théorie, le problème des rémunérations « non alignées aux performances » résiderait dans le pouvoir d'influence des managers sur leurs rémunérations. Cette influence découlerait de défauts sous-jacents dans la gouvernance des entreprises, se traduisant par une passivité des administrateurs face à leurs dirigeants et partant leur manque d'indépendance pour fixer les rémunérations<sup>60</sup>. Selon BEBCHUK et FRIED c'est à cette faille structurelle dans la gouvernance d'entreprise qu'il faut remédier si l'on souhaite empêcher les rémunérations sous-optimales et non alignées aux performances<sup>61</sup>.

Se fondant sur les théories de BEBCHUK et FRIED, on conclut que le principe du *Pay for performance*, censé guider le conseil d'administration (ci-après : CA) lors de la fixation de la rémunération des dirigeants, a échoué en raison d'une faille dans la gouvernance (la dépendance du CA)<sup>62</sup>. Face à un contrôle inefficace des administrateurs, le vote des actionnaires apparaîtrait alors comme le moyen de garantir une rémunération optimale<sup>63</sup>. L'octroi d'un droit de regard aux actionnaires devrait permettre d'améliorer la gouvernance d'entreprise<sup>64</sup>. Il ne s'agit pas ici

---

<sup>53</sup> NERI-CASTRACANE, p. 133 ; ISAKOV/PARIETTI, p. 1.

<sup>54</sup> Pour des exemples de rétributions élevées versées à des dirigeants lorsque leurs sociétés se trouvaient dans des situations critiques, voir « L'aspect social de la problématique : le caractère « excessifs » des montants des rémunérations », p. 3.

<sup>55</sup> SERRET/BERTHELOT, p. 3

<sup>56</sup> SHEN/GENTRY/HENRY, p. 729.

<sup>57</sup> ETHOS, 2006, p. 28.

<sup>58</sup> OCDE, p. 14 ; SERRET/BERTHELOT, p. 3-4.

<sup>59</sup> OCDE p. 19 ; MALACRIDA/SPILLMANN, p. 349.

<sup>60</sup> BEBCHUK/FRIED, p. 30 ss ; MALACRIDA/SPILLMANN, p. 348-349.

<sup>61</sup> BEBCHUK/FRIED, p. 30 ss ; Voir également: URBEN, p. 342

<sup>62</sup> MALACRIDA/SPILLMANN, p. 349 ; SERRET/BERTHELOT, p. 3 ; TRAVAILSUISSE, 18 juin 2018.

<sup>63</sup> MALACRIDA/SPILLMANN, p. 349.

<sup>64</sup> URBEN, p. 385.

de supplanter l'autorité des dirigeants, mais de s'assurer d'un meilleur dialogue entre les dirigeants et les actionnaires<sup>65</sup>.

### **2.1.3 L'initiative populaire « contre les rémunérations abusives » : une problématique économique masquée par des revendications sociales.**

Lorsqu'on parle de rémunération « inappropriées », il faut distinguer si l'on se réfère au caractère inadéquat dans sa dimension économique ou dans sa dimension sociale. En effet, s'il est vrai que c'est fréquemment la dimension sociale qui fait l'objet de nombreux échos dans les médias et débats politiques, il ne faut pas perdre de vue que la rémunération repose sur des objectifs économiques et que, partant, son caractère « justifié » ou « abusif » doit également s'observer au regard de ces objectifs<sup>66</sup>.

La question de la politique de rémunération (aspect économique de la problématique) est malheureusement souvent laissée à l'arrière-plan, au profit des discussions sur le niveau des rémunérations<sup>67</sup>. Ce fut le cas avec l'initiative populaire « contre les rémunérations abusives », qui vise à faire voter les actionnaires sur le *montant global* des rémunérations et non sur la *politique de rémunérations*<sup>68</sup>. L'initiative succombe ainsi à une approche « chiffrée » des rémunérations, qui ne tient pas compte des politiques sur lesquelles celles-ci se fondent, pourtant cruciales, pour se positionner sur leurs caractère « approprié » ou non<sup>69</sup>.

Ainsi, bien que la problématique des rémunérations « excessives » auxquelles s'attaque l'initiative populaire Minder ait succombé à l'approche sociale et ne se concentre pas directement sur son aspect économique, nous ne pouvons parler de la problématique des rémunérations des dirigeants sans traiter cette question. D'autant que le débat économique relatif aux difficultés à établir le lien entre rémunérations et performances a naturellement contribué à placer la question des rémunérations au centre des débats politiques.

## **2.2 La problématique des rémunérations en gouvernance d'entreprise**

### **2.2.1 Le droit de la société anonyme et la gouvernance d'entreprise**

Dans sa conception organique, la société anonyme apparaît comme une entité au sein de laquelle propriété et contrôle sont séparés<sup>70</sup>. La propriété est en main des actionnaires de la société, tandis que le contrôle est opéré par les dirigeants de celle-ci<sup>71</sup>. Selon BERLE et MEANS, cette division des rôles laisse une ouverture à de potentielles divergences d'intérêts<sup>72</sup>. Pour remédier à ces divergences d'intérêts, JENSEN et MECKLING ont développé la théorie dite de l'agence<sup>73</sup>. Cette théorie vise à appréhender le risque de conflit d'intérêts, endogène à toute société anonyme, et à définir des mécanismes pouvant faire office de correctif pour aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires<sup>74</sup>. La gouvernance d'entreprise moderne repose sur cette théorie et regroupe l'ensemble des processus, réglementations et structures qui vont

---

<sup>65</sup> NERI-CASTRACANE, p. 148

<sup>66</sup> URBEN, p. 5.

<sup>67</sup> *Ibidem*.

<sup>68</sup> *Ibidem*.

<sup>69</sup> *Ibidem*.

<sup>70</sup> *Ibidem*, p. 478.

<sup>71</sup> *Ibidem*.

<sup>72</sup> BERLE/MEANS, p. 118.

<sup>73</sup> CHABLOZ, p. 10

<sup>74</sup> URBEN, p. 479.

permettre d'encadrer l'administration, le contrôle et la gestion de l'entreprise<sup>75</sup>. Dans la mesure où la gouvernance d'entreprise recouvre une grande partie de ses questions, il n'est pas surprenant que les lois y relatives figurent dans le droit de la société anonyme<sup>76</sup>.

### 2.2.1.1 La théorie de l'agence

La théorie de l'agence voit dans le concept de société un réseau de contrats qui lient ses différentes parties prenantes (actionnaires, créanciers, fournisseurs, etc.)<sup>77</sup>. En droit de la société anonyme (qui suppose une séparation fonctionnelle entre la propriété et le contrôle<sup>78</sup>), les actionnaires sont liés aux dirigeants par un tel contrat ; on parle de « relation d'agence ». En vertu de cette relation, les actionnaires (appelés *Principals*) conviennent de déléguer leur propriété aux dirigeants (appelés *Agents*), qui acceptent en contrepartie de la gérer conformément à leurs intérêts<sup>79</sup>. Si cette délégation permet aux actionnaires de diversifier leurs investissements, elle présente simultanément certains risques<sup>80</sup>. Selon JENSEN ET MECKLING, les dirigeants (*Agents*) aspirent naturellement à maximiser leurs revenus, de sorte que, s'il n'est pas surveillé correctement, le dirigeant qui dispose de davantage d'informations en raison de sa position risque d'en profiter pour favoriser ses intérêts propres<sup>81</sup>.

La séparation fonctionnelle entre propriété et gestion ouvre ainsi la porte aux risques de comportements opportunistes de la part des dirigeants. Cette situation est appelée « conflit d'agence »<sup>82</sup>. L'objectif de la théorie d'agence est de mettre en place des mécanismes d'incitation et de surveillance (nous parlons également de « mécanismes de gouvernance »<sup>83</sup>) destinés à dissuader ou à empêcher l'*Agent* d'agir de manière opportuniste et à s'assurer que la gestion interviendra effectivement dans l'intérêt du *Principal*<sup>84</sup>.

### 2.2.1.2 La gouvernance d'entreprise

La gouvernance d'entreprise que nous connaissons aujourd'hui en Suisse repose sur la théorie de l'agence<sup>85</sup>, dont les principaux éléments se trouvent également dans les travaux d'Adam Smith<sup>86</sup>. La notion de « gouvernance d'entreprise » ou « gouvernement d'entreprise », traduite de l'anglais *corporate governance*, est entrée dans le vocabulaire en Suisse au début des années

---

<sup>75</sup> KARAMETAXAS, p. 29 ; NERI-CASTRACANE, p. 64.

<sup>76</sup> BLANC, p. 72.

<sup>77</sup> JENSEN/MECKLING, p. 310.

<sup>78</sup> URBEN p. 478.

<sup>79</sup> *Ibidem* ; JENSEN/MECKLING, p. 308 ; NERI-CASTRACANE, p. 68 ; KARAMETAXAS, p. 29.

<sup>80</sup> JENSEN/MECKLING, p. 308.

<sup>81</sup> CR Cst-CANAPA, art. 95, N 153 ; JENSEN/MECKLING, p. 308 ; KARAMETAXAS, p. 29.

<sup>82</sup> NERI-CASTRACANE, p. 68 ; KARAMETAXAS, p. 29. A noter que le conflit d'agence n'intervient pas uniquement entre actionnaires et dirigeants, mais également dans pratiquement toutes les relations en vertu desquelles une partie accomplit une tâche dans l'intérêt d'une autre. Pour le détails d'autres types de conflits d'agence, par exemple entre actionnaires minoritaires et majoritaires, voir : KARAMETAXAS, p. 30-31.

<sup>83</sup> PHILIPPE p. 304.

<sup>84</sup> JENSEN/MECKLING, p. 308 ; KARAMETAXAS, p. 29.

<sup>85</sup> CHABLOZ, p. 11 ss ; JENSEN/MECKLING, p. 308 ss.

<sup>86</sup> Adam smith énonçait déjà en 1776: « *The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own* ». Traduction : On ne peut attendre des dirigeants de société qu'ils gèrent l'argent d'autrui avec la même vigilance que le ferait les associés dans une société privée., voir JENSEN/MECKLING, p. 305.

1990<sup>87</sup>. Il n'existe pas à proprement parler une définition de cette notion<sup>88</sup>. Selon sa définition dans le Message du CF, la gouvernance d'entreprise désigne l'ensemble des principes qui, tout en maintenant la capacité de décision et l'efficacité, visent à instaurer au plus haut niveau de l'entreprise, dans l'intérêt des actionnaires, la transparence et un rapport équilibré entre les tâches de direction et de contrôle<sup>89</sup>.

Selon le rapport Hofstetter, le gouvernement d'entreprise au sens large englobe « toutes les questions d'organisation et de structure qui sont en rapport direct ou indirect avec la protection des actionnaires »<sup>90</sup>. La gouvernance d'entreprise est généralement rattachée à la fois à la gestion d'entreprise et au droit<sup>91</sup>. Elle a trois principaux objectifs : l'atteinte d'un équilibre fonctionnel entre les différents organes de la société (*checks and balances*), la transparence suffisante des processus internes et la protection du statut juridique des actionnaires<sup>92</sup>. Ce dernier objectif s'inscrit dans une approche de maximisation de la valeur actionnariale « *shareholders value* », qui postule que la société (anonyme) a pour but d'offrir aux actionnaires de la valeur ajoutée sur le long terme<sup>93</sup>. Cette approche s'oppose à la « *stakeholders value* », qui cherche à satisfaire l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes<sup>94</sup>. Selon BÖCKLI, l'idée est cependant qu'une gestion de société dans l'intérêt des actionnaires bénéficie également aux autres parties prenantes (*stakeholders*)<sup>95</sup>.

## 2.2.2 La rémunération des dirigeants et la gouvernance d'entreprise

### 2.2.2.1 La rémunération comme *problématique* et comme *outil* de gouvernance

La question de la rémunération des dirigeants est une *problématique* de gouvernance d'entreprise, en tant qu'elle constitue un cas d'application de la théorie de l'agence développée par JENSEN et MECKLING (1976)<sup>96</sup>. On part du principe qu'en matière de rémunération, dirigeants et société ont des intérêts divergents. Les premiers souhaitent maximiser leurs revenus<sup>97</sup>, tandis que la seconde souhaite minimiser ses charges<sup>98</sup>. Dès lors, il existe un risque que les dirigeants agissent dans leur propre intérêt, en dépit de l'intérêt de la société. Conformément au but de la théorie de l'agence, la mise en place de correctifs permettant d'aligner les intérêts du *Principal* à ceux de l'*Agent* est alors nécessaire<sup>99</sup>.

La rémunération est également un *outil* de gouvernance face à l'opportunisme des dirigeants en matière de fixation de la rémunération. En effet, l'alignement des intérêts des *Agents* à ceux des *Principals* (objectif de la théorie de l'agence) est poursuivi par les contrats de rémunération<sup>100</sup>. Ces contrats établissent la rémunération globale des dirigeants, en prévoyant généralement une

---

<sup>87</sup> ROUILLER *et al.*, p. 572.

<sup>88</sup> *Ibidem*, p. 576.

<sup>89</sup> FF 2009 265, p. 272

<sup>90</sup> HOFSTETTER, p. 6.

<sup>91</sup> ROUILLER *et al.*, p. 576.

<sup>92</sup> MEIER-HAYOT/FORSTMOSER, p. 326-327 ; URBEN, p. 476.

<sup>93</sup> CHABLOZ, p. 7 ; URBEN p. 476.

<sup>94</sup> *Ibidem*, p. 481.

<sup>95</sup> BÖCKLI (2003), p. 253.

<sup>96</sup> URBEN p. 479 ; YAO/APPELBAUM, p. 300 ; JENSEN/MECKLING, p. 308.

<sup>97</sup> URBEN, p. 477 ; KARAMETAXAS, p. 17.

<sup>98</sup> URBEN p. 477.

<sup>99</sup> *Ibidem*, p. 479.

<sup>100</sup> BELOT/GINGLINGER, p. 58 ; OCDE, p. 19 ; URBEN p. 477 ss.

part fixe de salaire, indépendante de la prestation du dirigeant, et une part variable qui vise à la fois à aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires et à les inciter à améliorer les performances de la société<sup>101</sup>.

### 2.2.2.2 La politique des rémunérations et le principe du *Pay for Performance*

La politique de rémunération désigne la planification de l'octroi des différents éléments de la rémunération (fixes et variables) des dirigeants par le conseil d'administration, en vue de répondre aux divers objectifs de la rémunération.<sup>102</sup> Parmi ses objectifs, nous l'avons vu, la rémunération doit disposer d'un caractère incitatif qui vise d'une part à aligner les intérêts des actionnaires à ceux des dirigeants et d'autre part à encourager les dirigeants à accroître la valeur de l'entreprise<sup>103</sup>. Ces deux objectifs interviennent à travers la part variable de la rémunération (octroyée sous forme de bonus en espèce ou en titres sous forme d'actions ou options d'achat)<sup>104</sup>.

La loi n'indique pas quels sont les critères dont le CA doit tenir compte dans l'établissement de la politique de rémunération incitative<sup>105</sup>. L'autorégulation se limite à indiquer que celle-ci ne doit pas orienter les dirigeants à agir de manière contraire aux intérêts de la société sur le long terme<sup>106</sup>. De manière générale, on déduit de la loi et de l'autorégulation que la rémunération doit répondre au principe du *Pay for Performance* et inciter les dirigeants à maximiser le retour sur investissement des actionnaires<sup>107</sup>. Cette approche s'inscrit dans la perspective de la *shareholder value*, qui guide notre gouvernance d'entreprise et qui postule que l'objectif général escompté par les entreprises réside dans l'intérêt exclusif des actionnaires<sup>108</sup>.

Le principe du *Pay for Performance* apparaît déjà en 2007, avec l'ancienne version du Code suisse de bonnes pratiques, qui stipule que « [l]a rémunération doit être en rapport évident avec le succès de l'entreprise sur la durée et la contribution personnelle ; il faut éviter qu'elle ne crée de fausses incitations » et plus spécifiquement que « [d]ès lors que le système de rémunération des personnes ayant des fonctions exécutives comprend des éléments fixes et variables, il doit être aménagé de manière à ce que la part variable dépende, dans une mesure adéquate, d'une part, de la performance individuelle et, d'autre part, du succès durable de l'entreprise ou d'une unité de l'entreprise »<sup>109</sup>. Aujourd'hui, on trouve la mention du principe du *Pay for Performance* aux principes 34 et 35 de l'Annexe du CBP 2014<sup>110</sup>.

Pour répondre à l'exigence du *Pay for Performance*, le CA doit établir des indicateurs permettant d'évaluer la performance de la société, sur lesquels il fondera la rémunération<sup>111</sup>. De

<sup>101</sup> ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 220 ; ISAKOV/PARIETTI, p. 3-4.

<sup>102</sup> ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 219 ; URBEN, p. 477.

<sup>103</sup> ISAKOV/PARIETTI, p. 3-4 ; URBEN p. 477-478.

<sup>104</sup> ISAKOV/PARIETTI, p. 3 ss ; ZEN-RUFFINEN/BAUEN p. 66-68.

<sup>105</sup> URBEN, p. 475 ss.

<sup>106</sup> ECONOMIESUISSE, Code suisse de Bonnes Pratiques pour le gouvernement d'entreprise du Code suisse de Bonnes Pratiques pour le gouvernement d'entreprise du 28 août 2014 (CBP) ; ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 219 ; URBEN, p. 477.

<sup>107</sup> ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 219 ; URBEN p. 476, 480.

<sup>108</sup> URBEN, p. 479-482 ; Pour le surplus, cf. 2.2.1.2, où cette notion est décrite.

<sup>109</sup> ECONOMIESUISSE, Code suisse de Bonnes Pratiques pour le gouvernement d'entreprise du 25 mars 2002 (aCBP) ; ECONOMIESUISSE, Annexe 1 du Code suisse de Bonnes Pratiques pour le gouvernement d'entreprise du 6 septembre 2007 (Annexe 1 a CBP) ; NERI-CASTRACANE, p. 316.

<sup>110</sup> Ch. 34 et 35 Annexe 1 CBP ; NERI-CASTRACANE, p. 316.

<sup>111</sup> URBEN, p. 476.

cette manière l'attribution d'un montant plus ou moins élevé aux dirigeants dépendra de l'évolution de ces indicateurs et partant, concordera avec l'accroissement de valeur de la société<sup>112</sup>. Ceci du moins en théorie.

La loi ne fournit que peu d'indications matérielles sur la politique de rémunération. Le CA dispose donc d'une marge d'appréciation étendue pour la fixer<sup>113</sup>. Sur le plan juridique, la principale limite à la rémunération des administrateurs se trouve à l'art 678 al. 2 CO qui postule que les prestations « en disproportion évidente avec leur contre-prestation et la situation économique de la société » doivent être restituées<sup>114</sup>. Par ailleurs, le devoir de fidélité des administrateurs leur impose de veiller régulièrement aux intérêts de la société (art. 717 CO). Ce devoir implique notamment que les membres du CA placent leurs propres intérêts au second plan et qu'en cas de risque d'un conflit d'intérêts, ils prennent les mesures nécessaires pour s'assurer que les intérêts de la société soient pris en considération comme il convient<sup>115</sup>. Pour le reste, selon le TF, le caractère approprié d'une rémunération doit s'apprécier à la lumière de l'ensemble des circonstances relatives à la politique de rémunération, à la situation financière de la société ainsi qu'aux rémunérations versées aux salariés de rang équivalent<sup>116</sup>.

### 3 Le *Say on Pay*

Cette seconde partie théorique est consacrée à l'exposé du deuxième élément central de notre problématique, le *Say on Pay*, qui intervient comme une réponse à la problématique des rémunérations des dirigeants.

#### 3.1 La définition du *Say on Pay*

La dénomination "*Say on Pay*" peut être comprise de plusieurs manières<sup>117</sup>, mais généralement elle se rapporte à la faculté des actionnaires de se prononcer directement sur la rémunération des dirigeants<sup>118</sup>. On distingue deux formes de SoP : celui qui découle d'une proposition d'actionnaires (SoP volontaire) et celui qui découle de la réglementation d'un État (SoP obligatoire)<sup>119</sup>. Nous nous consacrons dans ce travail à la deuxième forme, soit le *Say on Pay* obligatoire dans la législation en Suisse.

Selon la définition de NERI-CASTRACANE, traduite des travaux de THOMAS et VAN DER LEST<sup>120</sup>, le *Say on Pay* (obligatoire) peut se définir comme « un vote des actionnaires récurrent et obligatoire, contraignant ou consultatif, instauré par la loi qui directement ou indirectement, à travers l'approbation du système de rémunération, du rapport de rémunération ou de la politique de rémunération, régit la rémunération globale, individuelle ou collective des administrateurs ou directeurs de l'entreprise »<sup>121</sup>. Conformément à cette définition, le vote des actionnaires en matière de rémunération peut prendre des formes diverses, il peut être consultatif ou

---

<sup>112</sup> *Ibidem*, p. 476.

<sup>113</sup> ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 65, 268.

<sup>114</sup> *Ibidem*.

<sup>115</sup> ATF 130 III 213, c. 2.2.2, JdT 2004 I 223.

<sup>116</sup> TF, arrêt 6B\_310/2014 du 23 novembre 2015, c. 3.9.4.1.

<sup>117</sup> WAGNER, p. 427.

<sup>118</sup> *Ibidem*.

<sup>119</sup> NERI-CASTRACANE, p. 133.

<sup>120</sup> THOMAS/VAN DER ELST, p. 658.

<sup>121</sup> NERI-CASTRACANE, p. 133.

contraignant, prospectif ou rétrospectif, applicable aux sociétés cotées ou non cotées, applicable à la rémunération dans sa globalité ou aux éléments individuels de celle-ci<sup>122</sup>.

Depuis 2014, la Suisse connaît un SoP obligatoire, découlant de l'art. 95 al. 3 let. a Cst féd., mis en œuvre par les articles 18 ss ORAb, applicables aux sociétés anonymes suisses cotées en bourse en Suisse ou à l'étranger<sup>123</sup>. Il prend la forme d'un vote contraignant sur les montants globaux des rémunérations des administrateurs, des directeurs et des membres du comité consultatif (art. 18 ORAb)<sup>124</sup>. Le SoP fait partie depuis des compétences intransmissibles de l'assemblée générale des sociétés anonymes suisses cotées en bourse (art. 2 ch. 4 ORAb)<sup>125</sup>. Le régime prévu par l'ORAb ne s'applique pas aux sociétés non cotées en bourse (art. 1 ORAb *a contrario*). Le recours pour celles-ci à un SoP volontaire demeure possible. Chaque société (non ouverte) est libre d'opter pour un mécanisme contraignant ou consultatif, en le prévoyant dans ses statuts<sup>126</sup>.

### **3.2 Le Say on Pay comme outil de gouvernance d'entreprise**

Considérant les prémisses de la théorie de l'agence, qui postule que l'Agent poursuit des intérêts égoïstes, une surveillance des agissements de ce dernier semble s'imposer dans toute relation d'agence<sup>127</sup>. Diverses mesures peuvent être prévues pour résoudre le conflit d'agence entre les dirigeants et les actionnaires d'une société anonyme<sup>128</sup>. Parmi les mécanismes destinés à résoudre le conflit d'agence, nous avons mentionné la rémunération incitative, qui vise à aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires par l'octroi d'actions et d'options. Ce mécanisme fait appel à l'intervention du conseil d'administration pour fixer la politique de rémunération<sup>129</sup>. D'autres mécanismes font quant à eux appel à l'intervention des actionnaires.<sup>130</sup> Le vote des actionnaires en matière de rémunération est l'un d'eux. En tant qu'instrument de contrôle, il permet de surveiller les agissements des dirigeants en vue de s'assurer que ces derniers agiront dans l'intérêt de la société (*shareholder value*)<sup>131</sup>. C'est un mécanisme interne de gouvernance qui vise à atteindre un équilibre fonctionnel entre les organes de la société<sup>132</sup>.

### **3.3 Le Say on Pay en droit suisse de la société anonyme**

#### **3.3.1 Les origines et le cadre légal du Say on Pay**

Le vote annuel obligatoire des actionnaires sur le montant global des rémunérations des dirigeants de sociétés anonymes cotées en bourse a été introduit en Suisse à la suite de l'acceptation de l'initiative populaire « contre les rémunérations abusives » le 3 mars 2013<sup>133</sup>. Il poursuit ainsi l'objectif de celle-ci visant à mettre un frein aux indemnités jugées

---

<sup>122</sup> ZEN-RUFFINEN, p. 217; NERI-CASTRACANE, p. 133.

<sup>123</sup> Art. 95 al. 3 et 18ss ORAb ; NERI-CASTRACANE, p. 134.

<sup>124</sup> Rapport AP-ORAb, p. 21.

<sup>125</sup> ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 62, 217.

<sup>126</sup> *Ibidem*, p. 217.

<sup>127</sup> KARAMETAXAS, p. 33.

<sup>128</sup> PHILIPPE, p. 303-304.

<sup>129</sup> Sur la question de la rémunération incitative comme mécanisme de gouvernance, voir la section « La politique des rémunérations et le principe du *Pay for Performance* », p.11.

<sup>130</sup> KARAMETAXAS, p. 38.

<sup>131</sup> *Ibidem*, p. 40.

<sup>132</sup> *Ibidem*, p. 38 ; FF 2009 265, p. 267 ; NERI-CASTRACANE, p. 133.

<sup>133</sup> Cf. 2.2.1.1; PHILIPPIN (2014), p. 261.

« excessives » versées à la haute direction des sociétés anonymes cotées en bourse<sup>134</sup>. Pour ce faire, l'initiative populaire vise une amélioration globale de la gouvernance par le renforcement du statut et des droits des actionnaires au sein de la société<sup>135</sup>. Cet objectif se retrouve dans la teneur de l'art. 95 al. 3 Cst. féd., qui énonce les buts de cette disposition qui sont de « protéger l'économie, la propriété privée, les actionnaires » et « d'assurer une gestion d'entreprise durable ». Parmi ces objectifs, la protection de la propriété privée et des actionnaires renvoie au principe de « démocratie actionnariale »<sup>136</sup> et la gestion d'entreprise durable au concept de la gouvernance d'entreprise<sup>137</sup>.

En vertu de l'art. 197 ch. 10 Cst. féd., le CF disposait d'une année pour édicter les dispositions d'exécution de l'art. 95 al. 3 Cst. féd. sous la forme d'une ordonnance (art. 182 al. 1 Cst. féd.). Ainsi, l'ordonnance contre les rémunérations abusives dans les sociétés cotées en bourse, qui concrétise l'art. 95 al. 3 Cst. féd., est entrée en vigueur 1<sup>er</sup> janvier 2014<sup>138</sup>. Ces dispositions sont applicables jusqu'à ce que les dispositions légales (art. 732 ss nCO<sup>139</sup>) qui ont été adoptées par le Parlement entrent en vigueur. Le régime de SoP que nous connaissons en Suisse actuellement est ainsi régi exclusivement par les dispositions de l'ORAb (art. 18 ss), qui l'emportent sur les dispositions contraires du CO<sup>140</sup>. Sa réglementation dans le Code des obligations (art. 735 nCO<sup>141</sup>) entrera en vigueur en 2022<sup>142</sup>. Dès leur entrée en vigueur, les dispositions du code des obligations seront seules applicables aux sociétés anonymes cotées en bourse, à l'exclusion des dispositions de l'ORAb<sup>143</sup>.

### **3.3.2 L'objectif du *Say on Pay*: la résolution du conflit d'intérêts du conseil d'administration dans la fixation de la rémunération**

On estime que des rémunérations « excessives » sont plus susceptibles d'être octroyées lorsque l'organe dirigeant responsable de fixer la rémunération dispose d'une marge de manœuvre importante<sup>144</sup>. L'initiative populaire vise donc à instaurer des mécanismes limitant l'espace discrétionnaire des dirigeants dans la fixation des rémunérations afin de s'assurer qu'elle sera négociée *at arm's length* (aux conditions du marché)<sup>145</sup>. Dans ce cadre, le SoP (introduit à l'art. 95 al. 3 let.a Cst. féd.) est l'un des mécanismes (de gouvernance) permettant de parvenir à cet objectif par un transfert de certaines compétences décisionnelles en matière de rémunération des administrateurs et directeur, du CA à l'assemblée générale<sup>146</sup>. Ce transfert de compétence a pour but de renforcer la « démocratie actionnariale »<sup>147</sup>.

---

<sup>134</sup> FF 2009 265, p. 274.

<sup>135</sup> *Ibidem* ; MEIER-HAYOT/FORSTMOSER, p. 304 N 119.

<sup>136</sup> CR Cst-CANAPA, art. 95, N 40.

<sup>137</sup> *Ibidem* ; FF 2009 265, p. 274.

<sup>138</sup> PHILIPPIN (2014), p. 263.

<sup>139</sup> FF 2020 5409.

<sup>140</sup> Art. 1 al. 2 ORAb ; PHILIPPIN (2014), p. 264.

<sup>141</sup> FF 2020 5409.

<sup>142</sup> Communication officielle du 14 octobre 2020 : « Révision du droit de la société anonyme », disponible sous <https://www.bj.admin.ch/bj/fr/home/aktuell/mm.msg-id-80358.html> (consulté le 7 décembre 2020).

<sup>143</sup> PHILIPPIN (2014), p. 263.

<sup>144</sup> CR Cst-CANAPA, art. 95, N 41.

<sup>145</sup> *Ibidem*.

<sup>146</sup> URBEN, p. 334 ; MASON/PALMON/SUDIT, p. 9.

<sup>147</sup> MEIER-HAYOT/FORSTMOSER, p. 307.

Avant l'entrée en vigueur de l'initiative « contre les rémunérations abusives », les administrateurs étaient seuls compétents en vertu de la loi pour fixer et se prononcer sur les rémunérations des membres de la direction et du conseil d'administration<sup>148</sup>. En l'absence de règles expresses, la doctrine reconnaissait que la compétence décisionnelle en matière de rémunération des *administrateurs*, appartenait au CA, en vertu de sa compétence subsidiaire découlant de l'art. 716 al. 1 CO<sup>149</sup>. La compétence décisionnelle en matière de rémunération de la *direction* était également reconnue lui appartenir, et de manière exclusive, sur la base de l'art. 716a al. 1 et 4 et 5 CO<sup>150</sup>. Ainsi, en l'absence d'une disposition statutaire contraire, le CA concentrait entre ses mains l'ensemble des pouvoirs décisionnels en matière de rémunération des organes dirigeants, ce qui n'était pas sans soulever quelques problèmes de conflit d'intérêts<sup>151</sup>.

On entend par conflit d'intérêts le fait qu'une personne (ici un administrateur, dans le cadre de l'exercice de ses fonctions) soit amenée à se prononcer sur un objet et se trouve tiraillée entre des intérêts divergents, d'une part ceux de la société (qu'elle est chargée de représenter) et d'autre part ses intérêts propres ou ceux de tiers divergents, qui entrent potentiellement en conflit<sup>152</sup>. Proche de cette situation, on distingue celle de dépendance dans laquelle se trouve un administrateur lorsque ses intérêts sont potentiellement divergents de ceux de la société en raison de la « sphère d'intérêts qu'il représente » au sein du CA<sup>153</sup>. C'est le cas en matière de rémunération. D'une part, le CA poursuit l'intérêt de la société à disposer d'un dirigeant compétent à un prix adéquat. D'autre part, chaque membre du CA poursuit son propre intérêt à recevoir la rémunération la plus élevée possible<sup>154</sup>.

Il va de soi que la question du conflit d'intérêts n'est pas identique lorsqu'il s'agit de se prononcer sur la rémunération d'un « administrateur-directeur »<sup>155</sup> ou d'un directeur non-membre du conseil d'administration<sup>156</sup>. De ce fait, nous distinguons les deux situations.

### **3.3.2.1.1 Le conflit d'intérêts du CA dans la fixation de la rémunération des administrateurs**

La doctrine reconnaît que les opérations « pour propre compte » constituent typiquement des situations de conflits d'intérêts<sup>157</sup>. Elles interviennent lorsqu'un administrateur agit à la fois en qualité de représentant de la société à l'égard des tiers et comme partenaire contractuel de celle-ci (contrat avec soi-même), ou dans le cadre de la même affaire, comme représentant du tiers

---

<sup>148</sup> URBEN, p. 334 ; JACCARD/BARUH, p. 137.

<sup>149</sup> URBEN, p. 336 ; JACCARD/BARUH, p. 137 ; BASTIAN, p. 306.

<sup>150</sup> A noter que la question de la délégation statutaire de la compétence en matière de rémunération des directeurs est controversée. Voir : BIEDERMANN/DAENIKER p. 143, du même avis : LEU, p. 112-113 : qui s'opposent fermement à la délégation de la compétence à l'assemblée générale, estimant qu'il s'agit d'une compétence intransmissible du CA ; *contra* : URBEN, p. 339 ; JACCARD/BARUH, p. 137.

<sup>151</sup> URBEN, p. 334 ; BASTIAN, p. 295 ; BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET, p. 113 ; JACCARD/BARUH, p. 137.

<sup>152</sup> MUSTAKI/URBEN, p. 111 ; CHABLOZ, p. 244 ; ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 91.

<sup>153</sup> MUSTAKI/URBEN, p. 115.

<sup>154</sup> CHABLOZ, p. 249.

<sup>155</sup> Nous utilisons la notion « d'administrateur directeur » pour englober l'ensemble des « modèles » dans lesquels un administrateur occupe une fonction exécutive, soit tant les administrateurs-directeurs que les administrateurs délégués. Sur cette distinction voir : URBEN, p. 85, 86.

<sup>156</sup> URBEN, p. 341-343.

<sup>157</sup> MUSTAKI/URBEN, p. 144.

(double représentation)<sup>158</sup>. De plus, le Message relatif au Projet de révision du droit de la société anonyme indique que les problèmes de conflit d'intérêts s'étendent également aux situations dans lesquelles un membre de l'organe représentant la société entretient des rapports étroits avec un tiers qui entre en affaire avec elle<sup>159</sup>. À ce titre, la doctrine estime qu'un lien étroit existe typiquement entre un administrateur et le « groupement d'intérêts qu'il représente »<sup>160</sup>.

Lorsque le CA se prononce sur sa propre rémunération, il s'agit d'une opération « pour propre compte »<sup>161</sup>. L'administrateur agit à la fois comme partenaire contractuel de la société et comme membre de l'organe représentant celle-ci<sup>162</sup>. Il s'agit donc d'une situation de conflit d'intérêts quasi insoluble<sup>163</sup>. De même, il existe, selon nous, un conflit d'intérêts, ou à tout le moins un risque de perte d'indépendance<sup>164</sup>, lorsqu'un administrateur est amené à se prononcer sur la rémunération d'un collègue. Selon CHABLOZ, le conflit d'intérêt découlerait du fait que chaque administrateur a un intérêt personnel à ce que son collègue (administrateur) soit rétribué généreusement s'il entend lui aussi bénéficier d'une rétribution abondante<sup>165</sup>.

### **3.3.2.1.2 Le conflit d'intérêts et l'état de dépendance du CA dans la fixation de la rémunération des *membres de la direction***

Concernant la décision de fixation de la rémunération d'un « administrateur-directeur », les risques de conflit d'intérêts découlent du cumul des fonctions d'administrateur et de directeur<sup>166</sup>. En effet, « l'administrateur-directeur », en sa qualité de membre du CA, est amené à se prononcer sur sa propre rémunération de membre de la direction. Ce scénario est quasiment identique à celui de l'administrateur qui se prononce sur sa propre rémunération. Il s'agit d'une opération pour propre compte<sup>167</sup>.

Concernant la décision de fixation de la rémunération d'un directeur non-membre du CA, la question du conflit d'intérêts est différente, voire ne se pose pas, puisque les personnes sont distinctes<sup>168</sup>. Le danger qui apparaît est celui du risque de perte d'objectivité du CA en raison des relations de proximité qu'il entretient avec les membres de la direction et de l'influence de ces derniers<sup>169</sup>.

Ces risques de perte d'objectivité proviennent du fait que, comme indiqué précédemment, le seul fait pour un administrateur d'entretenir des rapports étroits avec un tiers qui entre en affaire avec la société peut constituer un conflit d'intérêts<sup>170</sup>. Or il est clair que des liens étroits entre administrateurs et directeurs ne peuvent être exclus au regard des rapports de proximités qu'ils

---

<sup>158</sup> *Ibidem*, p. 143 ; BÖCKLI (2012), p. 355.

<sup>159</sup> FF 2017 353, p. 518 ; MUSTAKI/URBEN, p. 144.

<sup>160</sup> MUSTAKI/URBEN, p. 144.

<sup>161</sup> URBEN, p. 379.

<sup>162</sup> BOURQUI *et al.*, p. 12.

<sup>163</sup> Selon le Rapport intermédiaire du groupe de travail « Gouvernement d'entreprise » : « il est impossible de défendre deux positions qui s'opposent avec la même force et le même engagement », voir : BOURQUI *et al.*, p.12.

<sup>164</sup> Sur cette distinction voir : MUSTAKI/URBEN, p. 115 ; BÖCKLI (2012), p. 360.

<sup>165</sup> CHABLOZ, p. 249, du même avis : URBEN, p. 397-398, qui considère que la fixation de la rémunération du conseil d'administration du point de vue de l'organe constitue un conflit d'intérêts « global ».

<sup>166</sup> URBEN, p. 343.

<sup>167</sup> *Ibidem*.

<sup>168</sup> *Ibidem*, p. 341 ; CHABLOZ, p. 250.

<sup>169</sup> URBEN, p. 342 ; BEBCHUK/FRIED, p. 30 ss .

<sup>170</sup> MUSTAKI/URBEN, p. 144.

entretiennent dans l'exercice de leurs fonctions<sup>171</sup>. *A fortiori*, certaines études montrent que les administrateurs et les directeurs de sociétés appartiennent souvent au même « réseau social »<sup>172</sup>.

De plus, les auteurs partisans de la *managerial power approach* relèvent que les directeurs sont dotés d'un large pouvoir d'influence sur les administrateurs, même indépendants, en raison des liens d'intérêts, de collégialité ou d'affinité qu'ils entretiennent ensemble<sup>173</sup>. Si ces observations ne permettent pas d'établir l'existence d'un risque d'influence avéré sur les rémunérations, elle questionne tout de même sur le niveau d'indépendance général des administrateurs vis-à-vis des directeurs<sup>174</sup>.

Les scénarii exposés ci-dessus présentent systématiquement un risque que les administrateurs fassent passer leurs propres intérêts ou ceux de tiers avant ceux de la société et fassent preuve de partialité dans leur décision relative à la rémunération.

Pourtant, avant l'entrée en vigueur de l'ORAb, la seule disposition du Code des obligations traitant de la question du conflit d'intérêts du CA était l'art. 717 CO dont on déduit l'obligation générale des administrateurs d'orienter leur comportement vers les intérêts de la société, en dépit de leur propre intérêt<sup>175</sup>. Pour le reste (avant l'ORAb et la révision du droit de la société anonyme), la prévention des conflits d'intérêts en matière de rémunération faisait essentiellement l'objet de règles émanant de l'autorégulation<sup>176</sup>.

### **3.3.2.2 Le devoir de fidélité et les mécanismes pour gérer le conflit d'intérêts en matière de rémunération avant 2013**

Selon le Tribunal fédéral, en présence d'un conflit d'intérêts, le devoir de fidélité des administrateurs (art. 717 CO) commande que les personnes touchées prennent les mesures nécessaires pour s'assurer que les intérêts de la société soient pris en considération<sup>177</sup>. En matière d'opérations pour propre compte, la jurisprudence et la doctrine ont développé certaines règles. En vertu de celles-ci, les transactions passées par un administrateur avec la société ne sont valables que si la transaction a été consentie ou ratifiée par le biais d'un organe de même rang ou supérieur hiérarchiquement (soit le CA ou l'assemblée générale)<sup>178</sup>. De plus, les administrateurs affectés par un conflit d'intérêts sont en principe tenus de se récuser lors de la prise de la décision litigieuse<sup>179</sup>.

Selon URBEN, en application de ces règles, la situation dans laquelle le CA se prononce seul sur la rémunération de ses membres ne convient pas. Dans le cadre de ladite décision, tous les administrateurs sont affectés par un conflit d'intérêts<sup>180</sup>. Il ne s'agit pas d'un conflit

---

<sup>171</sup> URBEN, p. 342.

<sup>172</sup> Par « réseau social » on entend que les protagonistes ont le même parcours professionnel et ont ainsi fréquenté les mêmes écoles, à ce titre voir : PALOMINO, p. 60-61.

<sup>173</sup> MALACRIDA/SPILLMANN, p. 349 ; URBEN, p. 342 ; BEBCHUK/FRIED, p. 30 ss ; IGOPP (2017), p. 12.

<sup>174</sup> URBEN, p. 342 ; PALOMINO p. 61s.

<sup>175</sup> MUSTAKI/URBEN, p. 132 ; ATF 130 III 2013, c.2.2.2 ; CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 717 N 11.

<sup>176</sup> MUSTAKI/URBEN, p. 109.

<sup>177</sup> ATF 130 III 2013 c.2.2.2.

<sup>178</sup> ATF 127 III 332, c.2.a, JdT 2001 I 258 ; ATF 126 II 361, c.3a ; ATF 95 II 442 c.5 ; CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 717 N 12, p. 1124 ; ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 267-268; MUSTAKI/URBEN, p. 150.

<sup>179</sup> MUSTAKI/URBEN, p. 164.

<sup>180</sup> URBEN, p. 379-380.

« individuel » et isolé, mais d'un conflit d'intérêts « global », touchant l'ensemble du CA<sup>181</sup>. Ainsi, en application des règles de gestion des conflits d'intérêts, aucun membre du CA ne peut être en mesure de ratifier ladite décision. Partant, il se justifie d'appliquer les règles de gestion des conflits d'intérêts applicable aux organes unipersonnels et de faire ratifier la transaction par l'assemblée générale<sup>182</sup>.

Pour le reste, le conflit d'intérêts en matière de rémunération était appréhendé, avant 2013, par les règles de l'autorégulation qui préconisaient l'adoption de certains mécanismes destinés à atténuer les risques d'abus liés aux situations de conflits d'intérêts<sup>183</sup>. Tout d'abord, par des exigences en matière de transparence, introduites dans la réglementation boursière en 2002, puis aux art. 663b<sup>bis</sup> et 663c al. 3 CO en 2007<sup>184</sup>. Ces exigences légales contraignent les sociétés cotées en bourse à indiquer dans leur rapport de gestion toutes les indemnités perçues directement et indirectement des membres du CA, de la direction et du conseil consultatif, ainsi que la participation et les droits de conversions et d'options leur appartenant<sup>185</sup>. Partant du postulat que les actionnaires, une fois informés, seraient en mesure de réagir aux éventuels abus, on estimait que ce moyen était suffisant pour limiter les conséquences des conflits d'intérêts<sup>186</sup>.

L'amélioration de la transparence devait, en théorie, permettre de freiner les montants des rémunérations et en limiter le caractère potentiellement abusif. Des études et la doctrine ont cependant relevé que plus de transparence conduisait à une augmentation de celles-ci, s'expliquant par le fait que tous les dirigeants souhaitent être mieux payés comparativement à la concurrence<sup>187</sup>. Selon la doctrine, la transparence ne permet pas de résoudre seule le conflit d'intérêts. Elle doit donc être accompagnée d'autres mesures<sup>188</sup>.

Parallèlement à ces exigences, le Code suisse de bonnes pratiques pour le gouvernement d'entreprise (CBS) de 2002 préconisait de mettre en place un comité de rémunération doté d'une majorité d'administrateurs non exécutifs et indépendants<sup>189</sup> (art. 25 aCBP et Annexe 1 aCBP 2007)<sup>190</sup>. La mise en place d'un comité de rémunération devait permettre au CA de déléguer certaines attributions spécifiques (de préparation ou d'exécution) en matière de rémunération à un nombre restreint d'administrateurs doté d'une majorité d'indépendants. De cette manière, on s'assurerait, du moins en apparence, de l'objectivité de la décision en matière de rémunération<sup>191</sup>.

---

<sup>181</sup> *Ibidem*, p. 329-380.

<sup>182</sup> *Ibidem*, p. 380 ; A titre d'exemple de l'application de ces règles : ATF 127 III 332 c.2.a.a, JdT 2001 I 258, qui indique que « lorsque l'administrateur qui a conclu l'acte avec lui-même, au sens large, est le seul membre du conseil d'administration, il n'y a aucun organe de même rang qui puisse ratifier. Dans ce cas, il appartient à l'assemblée générale de le faire, en tant qu'organe supérieur ».

<sup>183</sup> ROUILLER *et al.*, p. 580 ss ; JACCARD/BARUH, p. 137-138.

<sup>184</sup> URBEN, p. 262 ss.

<sup>185</sup> RO 2006 2629.

<sup>186</sup> URBEN, p. 266.

<sup>187</sup> CHABLOZ, p. 252 ; VON PLANTA, p. 404.

<sup>188</sup> CHABLOZ, p. 252.

<sup>189</sup> Indépendant : soit n'exerçant aucune tâche exécutive et n'ayant jamais fait partie de la direction ou l'ai quitté depuis au moins trois ans et n'entretienne pas de relation d'affaires importantes avec la société. Pour le surplus, voir : BASTIAN, p. 279.

<sup>190</sup> Ch. 22 al. 1 aCBP.

<sup>191</sup> URBEN, p. 359.

Selon la doctrine, cette solution ne permet pas non plus de résoudre totalement les conflits d'intérêts<sup>192</sup>. Premièrement, car en l'absence de compétence décisionnelle octroyée au comité de rémunération, le CA demeure seul compétent pour trancher. Dès lors, le conflit d'intérêts reste intact<sup>193</sup>. Secondement, car elle ne permet de résoudre qu'une partie du conflit d'intérêts, en assurant davantage d'objectivité de la décision relative à la rémunération des *directeurs*<sup>194</sup>. *A contrario*, le conflit d'intérêts demeure intact en matière de rémunération des *administrateurs*, puisque le comité est composé d'administrateurs qui se prononcent sur leur propre rémunération<sup>195</sup>.

### **3.3.3 Le Say on Pay : le moyen d'améliorer la gouvernance par le renforcement de la « démocratie actionnariale »**

Le comité d'initiative mené par Thomas « Minder » estimait que les mesures destinées à résoudre le conflit d'intérêts du CA n'étaient pas suffisantes et ne permettaient pas d'atteindre l'objectif de modération des rémunérations des dirigeants qu'elles s'étaient fixées<sup>196</sup>. Partant, il souhaitait agir de manière plus incisive pour mettre effectivement un terme aux rémunérations jugées excessives versées à la haute direction des sociétés anonymes cotées en bourses<sup>197</sup>. Pour ce faire, l'initiative populaire vise à renforcer la gouvernance d'entreprise par le renforcement de la « démocratie actionnariale », soit par l'octroi de prérogatives aux actionnaires leur permettant d'influer sur la politique de rémunération des dirigeants<sup>198</sup>. Au renforcement du rôle des actionnaires au sein de l'entreprise est attribué le terme de « démocratie actionnariale »<sup>199</sup>. Conceptuellement, l'octroi de prérogatives de vote aux actionnaires est vu comme le moyen de rééquilibrer les pouvoirs entre les organes de la société anonyme, afin de protéger les actionnaires dans leur statut de propriétaires de la société<sup>200</sup>.

La volonté de renforcer la position des actionnaires se légitime par le fait que le versement de rémunérations excessives a un effet sur les résultats de la société et que la diminution des bénéfices, en fin de compte, est supportée par les actionnaires<sup>201</sup>. Puisqu'ils en supportent le risque économique, les actionnaires doivent avoir leur mot à dire en matière de rémunération des dirigeants, *a fortiori* lorsqu'il s'agit de montants considérables<sup>202</sup>.

Les partisans du SoP, et plus largement de la démocratie actionnariale, estiment que celle-ci permet d'améliorer la gouvernance d'entreprise en réduisant l'opportunisme managérial<sup>203</sup> (perçu comme à l'origine des rémunérations déconnectées des performances de l'entreprise)<sup>204</sup>. Partant, on suppose qu'en faisant voter les actionnaires sur la rémunération des dirigeants on parviendra à éviter les excès de rémunération en cas de mauvaise performance<sup>205</sup>.

---

<sup>192</sup> *Ibidem*, p. 379 ; JACCARD/BARUH, p. 138.

<sup>193</sup> *Ibidem*, p. 362.

<sup>194</sup> *Ibidem*, p. 467.

<sup>195</sup> *Ibidem*, p. 362 ; CHABLOZ, p. 253.

<sup>196</sup> FF 2009 265, p. 273.

<sup>197</sup> *Ibidem*, p. 266.

<sup>198</sup> *Ibidem*, p. 266 ; CHENAUX (2011), p. 138.

<sup>199</sup> NERI-CASTRACANE, p. 133 ; FF 2009 265, p. 300.

<sup>200</sup> URBEN, p. 379 ; NERI-CASTRACANE, p. 107.

<sup>201</sup> FF 2009 265, p. 293 ; CHENAUX (2011), p. 137.

<sup>202</sup> FF 2009 265, p. 293 ; FORSTMOSER, p. 340 ; MALACRIDA/SPILLMANN, p. 346.

<sup>203</sup> BEBCHUK/FRIED, p. 30 ss.

<sup>204</sup> NERI-CASTRACANE, p. 145 ; BEBCHUK/FRIED, p. 30 ss.

<sup>205</sup> PALOMINO (2012), p. 7.

### 3.4 Le *Say on Pay* dans l'ordonnance contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse (ORAb)

#### 3.4.1 Le champ d'application temporel

L'ORAb établit un régime transitoire applicable aux sociétés anonymes dont les actions sont cotées en bourse. À ce titre, elle s'applique depuis son entrée en vigueur, au 1<sup>er</sup> janvier 2014, jusqu'à l'entrée en vigueur des nouvelles dispositions du CO adoptées par le parlement en juin 2020<sup>206</sup>. Les sociétés soumises à l'ORAb disposent d'un délai dont le terme était fixé au plus tard à la deuxième assemblée générale ordinaire suivant l'entrée en vigueur de l'ORAb, pour adapter leurs statuts et règlements (art. 27 al. 1 ORAb) ainsi que les contrats de travail (art. 28 ORAb). Ce délai est ainsi échu depuis la fin de l'année 2015 (art. 27 al. 1 ORAb)<sup>207</sup>.

#### 3.4.2 Le champ d'application matériel

Le texte constitutionnel de l'initiative Minder (art. 95 al. 3 Cst), et l'ORAb s'appliquent uniquement aux sociétés anonymes (au sens des art. 620 à 762 CO) dont les actions sont cotées en bourse en Suisse ou à l'étranger<sup>208</sup>. Seules sont considérées comme des sociétés anonymes de droit suisse, celles qui sont organisées selon le droit suisse (c'est-à-dire qui ont leur siège statutaire en Suisse)<sup>209</sup>. L'Ordonnance ne vise que les sociétés anonymes dont les actions (en tout ou partie) sont cotées en bourse, peu importe à cet égard qu'elles le soient en Suisse ou à l'étranger<sup>210</sup>.

La notion de rémunération de l'art. 18 al. 1 ORAb est extrêmement large<sup>211</sup>. Elle vise toutes les « indemnités » (dans le sens de l'art. 663b<sup>bis</sup> CO), peu importe leur nature, la base sur laquelle elles reposent, le titre auquel elles sont attribuées ou la désignation sous laquelle elles interviennent<sup>212</sup>. Sont ainsi visées les prestations en nature et en espèce, ainsi que tout avantage de nature onéreux, tel que l'utilisation de biens ou services à des conditions préférentielles ou la reprise d'une dette<sup>213</sup>. Comme l'art. 663b<sup>bis</sup>CO, l'art. 18 ORAb vise les rémunérations des membres du conseil d'administration, des membres de la direction et des membres des comités consultatifs. À cet égard, sont visés par la loi les membres du conseil d'administration, soit les personnes formellement élues par l'assemblée générale à cette fonction en vue de s'acquitter des tâches de gestion de la société anonyme et les personnes qui occupent cette fonction de fait<sup>214</sup>. Les membres de la direction, qui sont des tiers (directeurs) ou des membres du CA (délégués) à qui certaines tâches de gestion ou de représentation ont été déléguées par le CA (en vertu des articles 716b et 718 al. 2 CO)<sup>215</sup> et les membres du conseil consultatif, qui sont les membres des comités constitués au sein du CA afin d'assurer une partie de ses fonctions<sup>216</sup>.

---

<sup>206</sup> FF 2017 353, p. 369 ; FF 2020 5409.

<sup>207</sup> URBEN, p. 11.

<sup>208</sup> PHILIPPIN (2014), p. 263.

<sup>209</sup> *Ibidem*, p. 265.

<sup>210</sup> Art. 95 al. 3 Cst. féd. et art. 1 al. 1 ORAb ; PHILIPPIN (2014), p. 269.

<sup>211</sup> *Ibidem*, p. 261, 272.

<sup>212</sup> *Ibidem*, p. 272.

<sup>213</sup> *Ibidem*, p. 273.

<sup>214</sup> PHILIPPIN (2014), p. 271.

<sup>215</sup> MEIER-HAYOT/FORSTMOSER, p. 585.

<sup>216</sup> *Ibidem*, p. 586 ; PHILIPPIN (2014), p. 271

### 3.4.3 Les caractéristiques du vote des actionnaires

L'art. 18 ORAb prévoit le principe du vote des actionnaires en matière de rémunération sans expressément déterminer ses modalités. Les sociétés sont ainsi libres de prévoir dans leurs statuts une compétence des actionnaires limitée à l'approbation de montants proposés par le CA ou une compétence pour proposer des montants alternatifs<sup>217</sup>. De manière générale, on reconnaît que le droit de vote est un droit de participation qui englobe plusieurs prérogatives, notamment le droit de débattre, le droit de faire des propositions, le droit d'information et d'inspection, le droit de soumettre des déclarations au procès-verbal et le droit de s'opposer à la participation de personnes non autorisées<sup>218</sup>.

#### 3.4.3.1 La nature, l'objet et la récurrence du vote

L'art. 18 al. 3 ORAb fixe trois exigences minimales concernant le vote de l'assemblée générale sur la rémunération. Premièrement, contrairement aux recommandations de la *corporate governance*, qui préconisent la mise en place d'un vote consultatif<sup>219</sup>, le vote de l'assemblée générale doit être contraignant (art. 18 al. 1 ch. 3 ORAb ; art. 735 al. 1 ch. 3 nCO)<sup>220</sup>. Pour autant que la majorité requise soit atteinte, le vote de l'assemblée va donc lier les organes de la société et les oblige à exécuter la décision<sup>221</sup>. Deuxièmement, le vote sur la rémunération de la direction, du conseil d'administration et du conseil consultatif doit intervenir séparément (art. 18 al. 3 ORAb ch. 2). Troisièmement, le vote doit intervenir chaque année (art. 18 al. 1 ch. 3 ORAb).

Par ailleurs, l'art. 18 al. 3 ch. 2 ORAb précise que l'approbation des actionnaires doit porter sur la rémunération globale (et non individuelle) de chaque organe. Selon URBEN, cette exigence exclut le vote sur le rapport de rémunération, qui fait état de la rémunération individuelle de chaque administrateur<sup>222</sup>. Les actionnaires peuvent voter de manière séparée ou conjointe sur les montants fixes et variables de la rémunération<sup>223</sup>. La somme globale sur laquelle ils se prononcent est proposée par le conseil d'administration sous forme « d'enveloppe » à disposition pour rémunérer les administrateurs<sup>224</sup>.

#### 3.4.3.2 Le moment et les modalités du vote

La loi ne répond pas à la question de savoir à quel moment doit intervenir le vote. La doctrine reconnaît que les statuts peuvent donc prévoir que le vote intervient *a priori* (vote prospectif) ou *a posteriori* (vote rétrospectif) ou mélanger ces deux formes<sup>225</sup>. Dans le cas d'un choix de vote rétrospectif, les actionnaires sont appelés à se prononcer, lors de l'assemblée générale, sur la rémunération des dirigeants afférente à l'exercice précédent, c'est-à-dire durant la période s'écoulant de la précédente assemblée générale à celle-ci<sup>226</sup>. *A contrario*, en cas de choix d'un vote prospectif, l'assemblée générale se prononce sur la rémunération des dirigeants afférente à l'exercice postérieur, c'est-à-dire durant la période suivante de l'assemblée générale en

---

<sup>217</sup> Rapport AP-ORAb, p.9 ; URBEN, p. 398 ; PHILIPPIN (2014), p. 270.

<sup>218</sup> BÖCKLI, p. 1837.

<sup>219</sup> Annexe 1 aCBP, p. 37 ; JACCARD/BARUH p. 139.

<sup>220</sup> Rapport AP-ORAb, p. 21 ; URBEN, p. 392, 442.

<sup>221</sup> *Ibidem*, p. 392.

<sup>222</sup> *Ibidem*, p. 394.

<sup>223</sup> *Ibidem*.

<sup>224</sup> ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 62.

<sup>225</sup> URBEN, p. 403 ; ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 62.

<sup>226</sup> URBEN, p. 403.

question ou toute autre période ultérieure à celle-ci<sup>227</sup>. En cas de mélange de ces deux formes, l'assemblée générale peut se prononcer sur les différents éléments de la rémunération à des moments distincts<sup>228</sup>. Concernant les modalités de vote, la loi laisse le soin à la société de les prévoir dans ses statuts (art. 18 al. 2 ORAb).

En pratique, on observe que le vote sur la rémunération des administrateurs et des directeurs intervient le plus souvent prospectivement (et ce à la fois pour la part fixe et pour la partie variable)<sup>229</sup>. On note qu'environ un tiers seulement des sociétés cotées en Suisse a choisi de soumettre la partie variable des rémunérations au vote rétrospectif afin de permettre aux actionnaires de pouvoir apprécier le lien entre la rémunération et la performance réalisée par la société<sup>230</sup>.

### **3.4.3.3 Les conséquences d'un vote négatif de l'assemblée générale**

La loi se limite à prévoir que la société peut régler dans ses statuts la marche à suivre en cas de refus (art. 18 al. 2 ORAb), afin que la somme globale de la rémunération fasse l'objet d'une nouvelle proposition qui soit acceptée par les actionnaires (art. 12 al. 2 ch. 6 ORAb)<sup>231</sup>. À titre d'exemple, les statuts peuvent prévoir que le CA convoque une assemblée générale extraordinaire afin de lui soumettre une nouvelle proposition de rémunération. Ils peuvent également prévoir qu'en cas de refus, la rémunération sera alors fixée provisoirement en vue d'être approuvée par l'assemblée générale lors de l'assemblée ordinaire suivante<sup>232</sup>.

## **4 Le *Say on Pay* comme solution à la problématique des rémunérations des dirigeants**

Cette quatrième et dernière partie est consacrée à répondre à notre questionnement initial, qui est de savoir si le *Say on Pay*, en tant que règle de droit visant à soumettre les rémunérations des dirigeants au vote des actionnaires, permet effectivement de résoudre la problématique des rémunérations et les préoccupations des rémunérations jugées « inappropriées » qui en découlent.

Pour ce faire, nous rappellerons d'abord synthétiquement, par une mise en évidence des positions divergentes de la doctrine, les enjeux du SoP en tant que « réponse » à la problématique des rémunérations des dirigeants. Une fois ce panorama dressé, nous nous pencherons sur l'analyse des effets concrètement observés sur les rémunérations entre 2015 (dernier délai pour les entreprises pour mettre en place le vote contraignant sur la rémunération - art. 31 al. 2 ORAb) et 2019. Étant donné les difficultés à se prononcer sur l'évolution des performances des sociétés pouvant être rattachées à l'introduction du SoP, notre analyse se limitera à l'observation de l'évolution des rémunérations dans leurs montants (objectif de l'initiative populaire).

---

<sup>227</sup> *Ibidem*, p. 408.

<sup>228</sup> *Ibidem*, p. 403.

<sup>229</sup> ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 218.

<sup>230</sup> *Ibidem*, p. 218.

<sup>231</sup> URBEN, p. 420 ; PHILIPPIN (2014), p. 275

<sup>232</sup> ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 63, 218.

La question des effets du SoP est complexe et fortement débattue par la doctrine dans le débat plus général concernant les effets de la démocratie actionnariale<sup>233</sup>. Nous nous limiterons ici à exposer dans les grandes lignes quelques-uns des avis de la doctrine (principalement les avis opposés). Ceux-ci permettent de suggérer les effets escomptés par la doctrine de l'introduction du SoP, ils ne sont toutefois aucunement exhaustifs.

#### 4.1.1 La solution aux conflits d'intérêts du conseil d'administration ?

Selon la doctrine favorable au SoP, l'attribution d'un droit de vote à l'assemblée générale sur les montants des indemnités des *administrateurs* participe en grande partie à résoudre le conflit d'intérêts du CA, qui se prononçait jusqu'ici seul sur sa propre rémunération<sup>234</sup>. En effet, l'institution d'un comité de rémunération pour atténuer le conflit d'intérêts du CA dans la détermination de sa propre rétribution ne suffit pas<sup>235</sup>. Dès lors, il n'y a pas d'autre issue que l'attribution d'une compétence à l'assemblée générale pour remédier au conflit<sup>236</sup>. Cependant et en raison des nombreuses compétences laissées au CA (notamment la décision relative aux montants individuels de chaque membre), MUSTAKI et URBEN soulèvent que le risque d'une affectation non conforme de « l'enveloppe » ne peut pas être exclu<sup>237</sup>.

Concernant la situation des *directeurs*, les avis sont bien plus controversés<sup>238</sup>. Ceci, du fait que la compétence de fixer la rémunération de la direction est considérée par une large partie de la doctrine comme une tâche indissociable de certaines attributions intransmissibles du CA (en particulier la tâche de nommer et de révoquer de la direction - art. 716a al. 4 et 5 CO)<sup>239</sup>. L'intervention de l'assemblée générale pour fixer la rémunération est ainsi vue comme une intrusion dans la gestion des affaires courantes, ce qui pose des difficultés tant pratiques que de principe<sup>240</sup>.

Les opposants au SoP sont d'avis qu'un transfert de compétence en faveur de l'assemblée générale ne se justifie pas et implique une remise en question du rôle historique du CA<sup>241</sup>. Ils regrettent que la rémunération des directeurs ne soit pas restée de la pleine compétence du conseil d'administration, argumentant que cela risque de créer des difficultés pratiques<sup>242</sup>. Par ailleurs, on prédit également que le vote des actionnaires dans ce contexte pourrait avoir davantage pour conséquence de déséquilibrer les pouvoirs entre les organes (en faveur des actionnaires) que de remédier à un déséquilibre existant<sup>243</sup>. *A contrario*, les auteurs partisans du SoP en matière de rémunération des directeurs soulignent que les rémunérations posant le plus souvent problème (également du point de vue du public) sont celle des directeurs, qui semblent s'écarter des principes de bonne gouvernance, dont le *Pay for Performance*<sup>244</sup>. Ces auteurs

<sup>233</sup> CHENAUX (2011), p. 140.

<sup>234</sup> URBEN, p. 439 ; NERI-CASTRACANE, p. 150.

<sup>235</sup> URBEN, p. 378 ; BASTIAN, p. 297, 298.

<sup>236</sup> URBEN, p. 378 ; BASTIAN, p. 279 ss.

<sup>237</sup> URBEN, p. 439 ; MUSTAKI/URBEN, p. 132.

<sup>238</sup> JACCARD/BARUH, p. 138.

<sup>239</sup> *Ibidem* ; LEU, p. 113 ; BÜHLER, p. 260 ; VON DER CRONE/CARBONARA/MAROLDA-MARTINEZ, p. 409 ; GIGER p. 408 ; DAENIKER, p. 387 ; BASTIAN p. 315 ; *conrta* : URBEN, qui émet quelques doutes sur le caractère intransmissible, évoquant notamment l'Annexe 1 aCBP qui reconnaît la possibilité de déléguer la fixation de la rémunération à un comité de rémunération, pour le surplus voir URBEN, p. 338-339, 384.

<sup>240</sup> JACCARD/BARUH, p. 138 ; BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET, p. 152, 266.

<sup>241</sup> IGOPP (2015), p. 2 ; NERI-CASTRACANE, p. 144.

<sup>242</sup> NERI-CASTRACANE, p. 143, 170 ; VON PLANTA, p. 406 ; SCHNYDRIG/WERLEN, p. 111 ; DAENIKER, p. 387.

<sup>243</sup> NERI-CASTRACANE, p. 170 ; ECONOMIESUISSE, Minder, p. 2.

<sup>244</sup> MALACRIDA/SPILLMANN, p. 349 ; URBEN, p. 384.

estiment donc que le droit de vote des actionnaires permet d'améliorer la gouvernance d'entreprise et résout en grande partie à la fois les risques de conflit d'intérêts et les risques d'influences indésirables dans la détermination de la rémunération de la direction<sup>245</sup>.

Selon, URBEN qui émet un avis plus nuancé, le vote sur la rémunération de la direction ne se justifie que dans certaines situations. Ces situations sont les cas de « conflits d'intérêts sérieux », qui concernent uniquement les situations de cumuls des fonctions d'administrateur et de directeur. Dans ce cas, la compétence décisionnelle de l'assemblée générale se justifie pour respecter la séparation des pouvoirs. *A contrario*, dans une situation de risques d'influences indésirables (telles que décrites par les partisans de la *managerial power approach*), une telle compétence de l'assemblée générale ne justifie pas. D'une part, car le transfert de compétence n'est pas « nécessaire », parce que l'indépendance de l'organe peut être assurée par d'autres moyens (p. ex. par la mise en place d'un comité de rémunération), d'autre part car un transfert de compétence décisionnelle en matière de rémunération à l'assemblée générale pose un certain nombre de problèmes pratiques<sup>246</sup>.

#### 4.1.2 La solution pour diminuer les montants des rémunérations ?

Du point de vue des auteurs partisans du SoP, le vote des actionnaires est vu comme le moyen d'opérer une diminution des montants des rémunérations accordées aux dirigeants<sup>247</sup>. De même, on estime que le vote des actionnaires emporte des améliorations en matière de transparence et de responsabilité des dirigeants ce qui donne lieu à des rémunérations plus justifiées et raisonnées<sup>248</sup>.

*A contrario*, une partie de la doctrine estime que le vote des actionnaires risque de provoquer une évolution à la hausse des montants des rémunérations, *a fortiori* dans les cas où l'approbation des actionnaires interviendrait en amont de l'exercice (vote prospectif). À ce sujet, on soulève le risque que le CA propose des pots élevés de rémunérations, afin de s'assurer de répondre à l'ensemble des circonstances pouvant survenir durant l'exercice et qu'une fois approuvés, ces montants soient entièrement distribués, indépendamment de la réalisation desdites circonstances<sup>249</sup>. Par ailleurs, TRAVAILSUISSE (organisation faîtière indépendante des travailleurs) note, sur la base des résultats des votes consultatifs opérés dans les entreprises Roche et Novartis (ayant opté pour un SoP volontaire), que les taux d'acceptation des rémunérations sont de plus de 80%. Cela laisse présager que l'introduction d'un *Say on Pay* ne produit aucun changement sur les niveaux de salaires<sup>250</sup>.

PHILIPPIN et CHENAUX<sup>251</sup>, dans un article publié dans « Le Temps », expriment également un certain scepticisme à l'idée que le droit des sociétés, plus particulièrement l'extension des droits des actionnaires, puisse être un outil efficace et adapté pour mettre un terme aux montants jugés excessifs. Cela du fait que la maximisation de la valeur actionnariale ne vise pas en soi la diminution des montants des rémunérations mais l'alignement des rémunérations aux intérêts des actionnaires. Or dans les faits, on constate que cette pratique, poursuivie depuis plusieurs

---

<sup>245</sup> MALACRIDA/SPILLMANN, p. 349.

<sup>246</sup> URBEN, p. 385-386.

<sup>247</sup> NERI-CASTRACANE, p. 153.

<sup>248</sup> FORSTMOSER, p. 349.

<sup>249</sup> *Ibidem*.

<sup>250</sup> TRAVAILSUISSE, 25 mars 2013.

<sup>251</sup> CHENAUX, 2 octobre 2012.

années, tend davantage à augmenter les rémunérations, à mettre la pression sur les dirigeants et à orienter leurs efforts vers une performance à court terme<sup>252</sup>.

Dans le même sens MASON, PALMON et SUDIT<sup>253</sup>, sur la base d'une méta-analyse de la littérature existante sur la question de la relation entre le *Say on Pay* et la rémunération des dirigeants, concluent que le SoP ne réduit pas lesdites rémunérations<sup>254</sup>. Cette analyse vient appuyer la thèse précitée en concluant que, tout au plus, le SoP peut avoir un effet sur la composition des rémunérations, qui ne se voit alors plus basée sur la performance<sup>255</sup>.

#### 4.1.3 La solution pour aligner les rémunérations aux performances ?

Si le débat économique porte sur l'efficacité du SoP en tant que mécanisme de gouvernance visant à « aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires », les attentes des actionnaires résident concrètement dans l'espoir de voir les performances de l'entreprise augmenter et que cela se reflète sur le cours boursier de leurs actions<sup>256</sup>. Ainsi, pour déterminer si le SoP permet un meilleur alignement des rémunérations aux performances, il faut voir s'il permet des rendements boursiers positifs<sup>257</sup>. C'est la raison pour laquelle nous examinons ici l'avis de la doctrine quant aux effets du SoP sur les performances des entreprises (et non quant aux effets du *Say on Pay* sur le lien entre rémunération et performance).

Une partie de la doctrine estime que le vote des actionnaires affecte positivement la performance à long terme des entreprises, en opérant un contrôle sur l'alignement des rémunérations aux résultats des sociétés cotées<sup>258</sup>. Selon l'étude de MASON, PALMON et SUDIT précitée, « le *Say on Pay* ne réduit pas la rémunération des dirigeants (...) [mais en] change la composition (...) pour devenir plus basée sur la performance »<sup>259</sup>. Certains auteurs soutiennent dans le même sens que la démocratie actionnariale, respectivement le SoP, a des effets positifs sur la gouvernance d'entreprise, ce qui conduit à améliorer les performances de la société. Plusieurs études ont en effet montré qu'une meilleure gouvernance d'entreprise permet de réduire l'opportunisme managérial et de favoriser l'intérêt de la société<sup>260</sup>. Estimant que la démocratie actionnariale améliore la gouvernance d'entreprise, le *Say on Pay* permet d'améliorer les performances de la société<sup>261</sup>. L'étude menée par CUNAT/GINE/GUADALUPE sur quelques 250 grandes sociétés américaines du S&P 1500 (entre 2006 et 2010), concluant que le *Say on Pay* a des effets bénéfiques sur les performances des sociétés, vient appuyer cette thèse<sup>262</sup>.

À l'inverse, d'autres études arrivent à la conclusion que l'activisme actionnarial n'a que peu voire pas d'impact sur la performance de la société<sup>263</sup>. Les opposants au SoP, craignent même

---

<sup>252</sup> *Ibidem*.

<sup>253</sup> MASON/PALMON/SUDIT, p. 24.

<sup>254</sup> *Ibidem*, p. 147.

<sup>255</sup> *Ibidem*, p. 24.

<sup>256</sup> PALOMINO (2012), p. 7.

<sup>257</sup> *Ibidem*, p. 7.

<sup>258</sup> NERI-CASTRACANE, p. 144-145

<sup>259</sup> MASON/PALMON/SUDIT, p. 24.

<sup>260</sup> KLAPPER/LOVE, p. 723 ; MOREY *et al.*, p. 261.

<sup>261</sup> NERI-CASTRACANE, p. 145, 146.

<sup>262</sup> CUNAT/GINE/GUADALUPE, p. 1825.

<sup>263</sup> ROMANO, p. 250 ; BLACK, p. 459 ss.

des effets négatifs du SoP sur les performances des sociétés cotées<sup>264</sup>. Selon une opinion largement répandue dans la doctrine, les dirigeants de sociétés ont la connaissance de plus de données du marché et sont donc plus à même de se prononcer sur la « juste » rémunération<sup>265</sup>. Selon BÜHLER, l'établissement de la rémunération des dirigeants nécessite de tenir compte de divers critères (tels que la puissance financière de l'entreprise, la charge de travail, ou l'état de la recherche) que les actionnaires ne sont pas en mesure de connaître et maîtriser.<sup>266</sup> Dès lors, restreindre le CA dans sa liberté peut avoir des conséquences négatives sur la valeur de la société<sup>267</sup>.

#### 4.2 Analyse des effets du *Say on Pay* sur les rémunérations de dirigeants de sociétés anonymes cotées en bourse

Notre analyse des rémunérations des dirigeants de sociétés couvre les années 2015 à 2019. Nous avons choisi de mettre sous notre loupe les rémunérations des dirigeants des entreprises figurant parmi les plus importantes de la bourse. Ce sont également celles dont les salaires des dirigeants font partie du « cartel des salaires »<sup>268</sup>. Sans surprise, ce sont les sociétés dont les rémunérations ont le plus fréquemment fait l'objet d'une indignation populaire et d'une attention particulière de la presse suisse au début des années 2000, pour leurs montants jugés « excessifs ». Les sociétés que nous avons choisi d'examiner sont ABB, Crédit Suisse, Nestlé, Novartis, Roche et UBS.

Nos données sont principalement extraites des études sur les salaires des dirigeants menées par TRAVAILSUISSE<sup>269</sup>, des rapports annuels des entreprises<sup>270</sup>, ainsi que des rapports annuels relatifs aux assemblées générales des sociétés du SPI publiées par Ethos<sup>271</sup>. En particulier, pour le **tableau 1**, nous tirons les montants des rémunérations des CEO entre 2011-2016 de l'Annexe 3 de l'étude n°13<sup>272</sup> et les montants entre 2017-2018 de l'Annexe 1 de l'étude n°15<sup>273</sup> menée par TRAVAILSUISSE. Selon nos recherches, ces montants correspondent à ceux relatés dans la presse, aux données publiées sur le site d'Ethos, ainsi qu'aux données que nous prélevons « manuellement » des rapports de rémunérations. Pour le reste, TRAVAILSUISSE n'ayant pas, à notre connaissance, publié de données sur ces sujets, les montants des rémunérations des CEO de 2019 ainsi que les montants des rémunérations des présidents de 2011 à 2019 figurant dans le **tableau 2**, sont issus directement des rapports annuels de chaque société. Finalement, les données du **tableau 3** sont extraites des rapports établis par Ethos, analysant l'exercice des droits de votes des actionnaires lors des assemblées générales des sociétés du SPI.

---

<sup>264</sup> NERI-CASTRACANE, p. 144.

<sup>265</sup> CUNAT/GINE/GUADALUPE, p. 8 ; NERI-CASTRACANE, p. 168.

<sup>266</sup> BÜHLER, p. 261.

<sup>267</sup> NERI-CASTRACANE, p. 144.

<sup>268</sup> Le « cartel des salaires » est la désignation utilisée par Travaillsuisse pour englober des dirigeants gagnant au minimum plus de 100 fois la rémunération du collaborateur ou de la collaboratrice le/la moins bien payé.e de la même société, voir par exemple : TRAVAILSUISSE, Étude 2015.

<sup>269</sup> TRAVAILSUISSE, Étude 2012 ; TRAVAILSUISSE, étude 2013 ; TRAVAILSUISSE, Étude 2014, TRAVAILSUISSE, Étude 2015, TRAVAILSUISSE, Étude 2016, TRAVAILSUISSE, Étude 2017, TRAVAILSUISSE, Étude 2018, disponibles sous : <https://www.travaillsuisse.ch/fr/node/167> (consultés le 7 décembre 2020).

<sup>270</sup> Disponibles sur les sites internet des sociétés : ABB, Crédit Suisse, Novartis, Nestlé, Roche, UBS (consultés le 6 décembre 2020).

<sup>271</sup> ETHOS, Rapport(s) vote(s) 2015 à 2019, disponibles sur le site internet de : <https://ethosfund.ch/fr/news-et-publications/publications-rapports> (consultés le 6 décembre 2020).

<sup>272</sup> TRAVAILSUISSE, Étude 2017.

<sup>273</sup> TRAVAILSUISSE, Étude 2019.

#### 4.2.1 Analyse de l'évolution des montants des rémunérations des directeurs généraux et présidents du conseil d'administration

Afin de garantir une certaine comparabilité, notre analyse porte sur l'évolution des salaires de personnes (dirigeants) à la tête des entreprises choisies. Il s'agit d'étudier l'évolution des rémunérations des directeurs généraux d'une part, et des présidents du conseil d'administration, d'autre part.

Le **tableau 1** présente l'évolution des salaires des *directeurs généraux* de nos 6 sociétés pour les années 2011 à 2019. Il met en évidence les montants annuels totaux reçus par chaque directeur général et leur évolution - positive ou négative - par rapport à l'année précédente. Les salaires des années 2011 à 2014 sont également présentés. S'ils ne font pas directement l'objet de notre analyse, ils sont nécessaires pour opérer une comparaison des montants des rémunérations depuis 2015.

<b>Tableau 1</b> Analyse de l'évolution des rémunérations des <b>directeurs généraux</b> pour les années 2015 – 2019 (en Mio CHF)															
Société	Nom du CEO	Salaire en 2011	Salaire en 2012	Salaire en 2013	Salaire en 2014	□	Salaire en 2015	□	Salaire en 2016	□	Salaire en 2017	□	Salaire en 2018	□	Salaire en 2019
ABB	Joe Hogan/ Ulrich Spiesshofer	9,37	10,15	4,71 ↘ 5,77	7,58	+20%	9,10	+2%	9,28	0%	9,31	-8%	8,54	+39%	8,52 ↘ 3,43
Crédit Suisse	Brady Dougan/ Tidjiane Thiam/	8,10	10,31	9,79	9,38	↘ +117%	20,32	-50%	10,24	-5%	9,70	+30%	12,65	-8%	10,72
Nestlé	Paul Bulcke/ Mark Schneider	11,22	12,60	11,96	12,04	-3%	11,73	0%	11,78	↘ -13%	10,26	-4%	9,80	+5%	10,35
Novartis	Joseph Jimenez/ Vasant Narasimha	15,72	13,22	13,22	12,65	-8%	11,60	+3%	11,99	↘ +9%	13,10	-24%	9,92	+12%	11,43
Roche	Severin Schwan	12,57	15,79	13,74	13,98	+14%	16,08	-13%	14,05	+11%	15,58	0%	15,65	-3%	15,08
UBS	Sergio Ermotti	9,18	8,87	10,73	11,16	+28%	14,31	-4%	13,70	+4%	14,20	-1%	14,12	-12%	12,5
□ = Évolution du montant du salaire (par rapport à l'année précédente) ↘ = Changement de directeur général															
Évolution négative de la rémunération (montant équivalent ou supérieur à l'exercice précédent)															
Évolution positive de la rémunération (montant plus bas que l'exercice précédent)															

Le **tableau 2** présente l'évolution des salaires des *présidents du conseil d'administration* de nos 6 sociétés pour les années 2011 à 2019. Il suit la même logique que le tableau 1 et met ainsi en évidence les montants annuels totaux reçus par chaque président et l'évolution - positive ou négative - de ces montants par rapport à l'année précédente.

<b>Tableau 2</b> Analyse de l'évolution des rémunérations des <b>présidents du conseil d'administration</b> pour les années <b>2015 à 2019</b> (en Mio CHF)															
Société	Nom	Salaire en 2011	Salaire en 2012	Salaire en 2013	Salaire en 2014	□	Salaire en 2015	□	Salaire en 2016	□	Salaire en 2017	□	Salai re en 2018	□	Salai re en 2019
ABB	Hubertus Von Grünberg/ Peter Voser	1,20	1,20	1,20	1,20	-50%	0,6	+50%	1,20	0%	1,20	0%	1,20	0%	1,20
Crédit Suisse	Urs Rohner	4,33	5,23	4,90	3,62	-11%	3,22	+20%	3,98	+7%	4,26	+10%	4,71	0%	4,71
Nestlé	Peter Brabeck-Letmathe/ Paul Bulcke	6,97	6,97	6,97	6,32	-10%	5,72	-10%	5,18	-30%	0,40 ↗ 3,74	-7%	3,49	0%	3,49
Novartis	Daniel Vasella/ Joerg Reinhardt	13,501	13,06	2,98 ↗ 1,90	3,96	-3%	3,82	0%	3,80	0%	3,80	0%	3,80	0%	3,80
Roche	Franz Humer/ Christoph Franz	8,88	8,66	8,77	↗ 4,03	+30%	5,71	0%	5,72	0%	5,73	0%	5,74	+7%	6,17
UBS	Axel Weber	6,06	5,93	6,07	5,94	+1%	6,034	+1%	6,091	0%	6,03	0%	6,02	-15%	5,23
□ = Évolution du montant du salaire (par rapport à l'année précédente) ↗ = Changement de directeur général															
Évolution négative de la rémunération (montant équivalent ou supérieur à l'exercice précédent)															
Évolution positive de la rémunération (montant plus bas que l'exercice précédent)															

Pour l'année 2015, année de mise en œuvre du vote contraignant des actionnaires (SoP), on constate que les salaires (déjà très élevés) des directeurs généraux poursuivent leur croissance. Sur les 6 directeurs d'entreprise examinés, on note que seuls 2 connaissent une diminution (faible) de leur rémunération. *A contrario*, les rémunérations des autres ont augmenté d'au moins 14%. Pour UBS, Roche et CS, il s'agit de la rémunération la plus élevée perçue par leur directeur général entre 2011 et 2015. Dans les 6 entreprises, le salaire annuel du directeur général a dépassé les 9 Mio. Les résultats de l'évolution des rémunérations des présidents du CA sont un peu plus réjouissants. Sur les 6 entreprises, 4 ont diminué les rémunérations de leurs présidents.

Les résultats de 2016 sont plus contrastés. On note une légère diminution pour les dirigeants de Roche et UBS. Mieux encore, on observe que la rémunération du directeur Tidjiane Thiam, à la tête de CS, a diminué de 50%. Bien que ces constats puissent sembler plaisants, il y a lieu de relever que trois quarts de celles-ci se chiffrent à plus de 10 Mio, ce qui est bien loin des objectifs attendus<sup>274</sup>. Un sondage effectué en août 2012 dans la population montre qu'un quart des Suisses place le plafond d'une « juste » rémunération des dirigeants à 1 Mio ou moins<sup>275</sup>. Par ailleurs, TRAVAILSUISSE relève que ces diminutions de salaire relèvent parfois des difficultés conjoncturelles rencontrées par les sociétés ainsi que du fait qu'on rectifie le salaire d'un dirigeant par rapport à une hausse exceptionnelle observée les années précédentes<sup>276</sup>.

<sup>274</sup> TRAVAILSUISSE, 22 juin 2017.

<sup>275</sup> HULMANN, 28 janvier 2013 ; IMPORT TDG, 18 septembre 2012.

<sup>276</sup> TRAVAILSUISSE, Étude 2017.

L'évolution des rémunérations des administrateurs pour l'année 2016 est elle aussi contrastée. Globalement, on peut dire qu'elle poursuit une évolution négative, car seul un président (de Nestlé) a connu une diminution du montant de sa rémunération.

En 2017, deux ans après l'introduction du vote contraignant des actionnaires sur la rémunération, l'évolution des salaires des directeurs et présidents du CA ne fait toujours pas état d'une diminution généralisée. Les évolutions que l'on peut qualifier de positives restent minimales. Les rémunérations des 6 directeurs généraux frôlent ou dépassent les 10 Mio. Celles de Sergio Emrotti et de Severin Schwan, respectivement directeurs généraux d'UBS et de CS, atteignent les plus hauts niveaux, se chiffrant à plus de 14 et 15 Mio. Du côté des présidents du CA, seul Nestlé voit la rémunération de son président poursuivre son évolution positive (observée depuis 2015) et ainsi diminuer encore de 7%. Pour le reste, les rémunérations des présidents restent stables et ne diminuent pas.

L'année 2018 est sans doute l'année la plus « positive » concernant la diminution des montants des rémunérations des directeurs généraux des sociétés examinées. Sur nos 6 sociétés, seules 1 a augmenté le montant de la rémunération de son CEO, il s'agit de CS. *A contrario*, le niveau des rémunérations des présidents du CA ont pratiquement tous stagné ou évolué à la hausse. Le bilan de l'année 2018 ne nous permet cependant pas d'établir une tendance générale vers une diminution des montants. Par ailleurs, TRAVAILSUISSE relève dans sa 15<sup>ème</sup> étude sur les salaires des managers que bien que les montants des rémunérations des CEO restent stables par rapport à l'année précédente, celle des autres membres de la direction des 26 groupes de son échantillon a augmenté de 7%<sup>277</sup>.

L'année 2019 s'inscrit finalement dans la continuation des années précédentes et affiche des résultats mitigés. Les salaires des dirigeants continuent de s'élever à plusieurs millions, tant pour les directeurs généraux que pour les présidents de conseils d'administration. En comparant les périodes s'étendant de 2011 à 2014 et de 2015 à 2019, on observe les évolutions suivantes des rémunérations moyennes touchées par les présidents : la rémunération du président d'ABB est passée de 1,2 Mio (entre 2011 et 2014) à 1,1 Mio (entre 2015 et 2019), celle du président de CS de 4,52 à 4,76 Mio, de 6,80 à 4,40 Mio pour Nestlé, 8,80 à 3,80 Mio pour Novartis, de 7,58 à 5,81 Mio pour Roche et de 6,00 à 5,88 Mio pour UBS. Cette comparaison laisse apparaître une légère diminution des montants moyens des rémunérations accordés aux présidents. Pour les directeurs, l'évolution des montants moyens des rémunérations sur ces deux périodes est la suivante : pour le directeur général d'ABB, la rémunération moyenne était de 9,39 Mio entre 2011 et 2014 puis de 9,36 Mio entre 2015 et 2019, pour CS elle est passée de 9,39 à 12,72 Mio, pour Nestlé de 11,95 à 10,62 Mio, pour Novartis de 13,70 à 11,40 Mio, pour Roche de 14,02 à 15,34 Mio et pour UBS de 9,98 à 13,78 Mio. On observe ainsi une évolution moyenne « positive » de la rémunération des directeurs de Nestlé et de Novartis, tandis que celle du grands patron d'ABB est restée stable et que celles des directeurs d'UBS et de Roche ont augmentées de plus d'1 Mio.

---

<sup>277</sup> TRAVAILSUISSE, Étude 2019.

#### 4.2.2 Analyse de l'exercice du droit de vote des actionnaires sur les rémunérations des directions générales

Le **tableau 3** met en évidence deux éléments. Premièrement, il expose la position d'Ethos<sup>278</sup> relative à l'approbation des rémunérations (variables ou globales) de la direction générale pour les assemblées générales 2015-2019. Fondée en 2000, la fondation Ethos est un *proxy advisor* de premier rang en Suisse<sup>279</sup>. Elle conseille les actionnaires dans l'exercice de leurs droits de vote par des recommandations envoyées à ses clients et accessibles à tous quelques jours ouvrables avant l'assemblée générale<sup>280</sup>. Deuxièmement, il met en évidence les résultats effectifs des votes des actionnaires sur les rémunérations de la direction générale lors des assemblées générales de 2015 à 2019.

Tableau 3 Exercice du droit de vote des actionnaires sur la rémunération de la <i>direction générale</i> lors des assemblées générales 2015-2019										
Société	Recommandation de vote ETHOS					Résultats du vote de l'assemblée générale sur les rémunérations de la <i>direction générale</i> 2015 à 2019				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
Crédit Suisse	CONTRE	CONTRE	CONTRE	CONTRE	-	81.5 % ✓	59.6 % ✓	82.8 % ✓	84.9 % ✓	-
Novartis	CONTRE	CONTRE	CONTRE	CONTRE	CONTRE	93.7 % ✓	92.4 % ✓	89.0 % ✓	93.3 % ✓	93.5 % ✓
Nestlé	CONTRE	CONTRE	CONTRE	CONTRE	CONTRE	92.5 % ✓	91.0 % ✓	87.1 % ✓	87.5 % ✓	92.2 % ✓
ABB	CONTRE	CONTRE	CONTRE	CONTRE	CONTRE	94.2 % ✓	80.8 % ✓	62.0 % ✓	92.4 % ✓	90.6 % ✓
Roche	CONTRE	CONTRE	CONTRE	CONTRE	-	99.1 % ✓	99.8 % ✓	99.6 % ✓	99.6 % ✓	-
UBS	CONTRE	CONTRE	CONTRE	CONTRE	-	85.9 % ✓	88.9 % ✓	82.16 % ✓	81.4 % ✓	-
✓ = approuvé										
➔ Vote <b>prospectif</b> contraignant sur la rémunération <b>totale</b> (fixe et variable) pour l'exercice en cours										
➔ Vote <b>rétrospectif</b> sur la rémunération variable (voté lors de l'AG de l'exercice suivant)										

La première observation qui peut être faite saute aux yeux. Tandis que la fondation Ethos a recommandé le rejet de l'ensemble des propositions du CA relatives aux montants des rémunérations de la direction générale, les actionnaires ont systématiquement largement approuvé celle-ci lors des assemblées générales. Ainsi, quel que soit l'objet du vote (sur la rémunération globale ou uniquement sur la part variable de la rémunération) ou le moment auquel il intervient (prospectif ou rétrospectif), une grande majorité de l'actionnariat se prononce en faveur de l'attribution du montant de la rémunération proposé par le conseil d'administration.

Certains résultats peuvent étonner au regard des montants des rémunérations des directeurs présentés dans le tableau 1. On voit ainsi que pour l'année 2015, la rémunération de Tidjiane Thiam, se montant à plus de 20 Mio, a été approuvée par l'assemblée générale à plus de 93% et celle de Severin Schwan, se chiffrant à plus de 16 Mio, à plus de 91%. La même observation

<sup>278</sup> Ethos est une fondation suisse qui a pour but de « promouvoir l'investissement socialement responsable (ISR) et de favoriser un environnement socio-économique stable et prospère au bénéfice de la société civile actuelle et future », pour le surplus, voir <https://ethosfund.ch/fr/prestations-et-services/positions-vote> (consulté le 7 décembre 2020).

<sup>279</sup> KARAMETAXAS, p. 155.

<sup>280</sup> Disponibles sous : <https://ethosfund.ch/fr/prestations-et-services/positions-vote> (consulté le 7 décembre 2020).

peut être faite en 2019, année pour laquelle les directeurs généraux de Novartis et de Nestlé ont touché près de 10 Mio, approuvés par l'assemblée générale à près de 93%.

Nous nous sommes penchés sur les raisons pour lesquelles Ethos recommandait systématiquement le rejet de la proposition du CA sur la rémunération de la direction générale. Parmi les arguments les plus souvent invoqués, on trouve l'absence de lien établi entre la rémunération et la performance, l'insuffisance d'information fournie par la société, le montant trop élevé de la rémunération comparativement à des entreprises concurrentes et le risque que le montant maximal, jugé trop élevé, soit entièrement payé au terme de l'exercice<sup>281</sup>.

Nous nous sommes dès lors intéressés aux potentielles raisons pour lesquelles les actionnaires votent systématiquement en faveur du montant de rémunération proposé par le CA. Une étude menée par WAGNER et WENK<sup>282</sup> analysant la réaction des marchés boursiers à l'annonce de l'introduction éventuelle du *Say on Pay* contraignant en Suisse nous a en effet interpellés. Cette étude constate que les actionnaires ont réagi négativement à l'annonce du SoP contraignant en Suisse. Bien qu'il ne soit pas possible de tirer de conclusions directes sur la base de ces résultats, nous relevons qu'ils questionnent sur la réelle volonté des actionnaires à s'investir dans les décisions en matière de rémunérations des dirigeants. Comme le suggèrent les auteurs de l'étude, l'hypothèse selon laquelle les actionnaires préfèrent être limités dans leurs pouvoirs pour s'assurer que les incitations managériales qui leurs sont profitables soient maintenues, ne peut être écartée<sup>283</sup>.

#### 4.2.3 Constat général et perspective critique

Le constat général que nous pouvons faire sur la base de nos **tableaux 1 et 2**, et plus généralement des études sur les salaires menés par TRAVAILSUISSE, est celui d'une absence de véritable changement de tendance, positif ou négatif, dans les montants des rémunérations attribués à la haute direction. Pour certaines années, les montants se voient légèrement diminués par rapport à l'année précédente, tandis que pour d'autres ils se voient augmenter. Ainsi, notre analyse de l'évolution des montants des rémunérations de nos 6 sociétés ne nous permet pas de dire que le vote des actionnaires sur la rémunération (*Say on Pay*) est intervenu comme une « solution » aux montants « inappropriés » des rémunérations des dirigeants. Au contraire, celle-ci nous indique que les montants des salaires des dirigeants sont restés globalement au niveau des montants avant 2013.

La conclusion que nous tirons du **tableau 3** est que les votes des actionnaires sur la rémunération de la direction générale se traduisent systématiquement par l'approbation des montants proposés par le CA. Malgré les constatations souvent négatives d'Ethos, qui relève l'absence de lien entre la rémunération proposée et la performance ou le caractère excessif de son montant, les actionnaires l'approuvent. Nous en concluons que les rémunérations des directeurs ne sont pas plus alignées aux performances ou plus mesurées dans leur montants et qu'une remise en question des motivations des actionnaires se justifie.

Les résultats que nous mettons en évidence dans notre analyse ne représente pas la situation générale pour l'ensemble des sociétés cotées en bourse en Suisse. Nous nous sommes focalisés sur 6 entreprises, celles qui se retrouvaient le plus fréquemment dans la presse et faisaient

---

<sup>281</sup> ETHOS, Rapport votes 2015 ; ETHOS, Rapport votes 2016 ; ETHOS, Rapport votes 2017 ; ETHOS, Rapport votes 2018 ; ETHOS, Rapport votes 2019.

<sup>282</sup> WAGNER/WENK, p. 32.

<sup>283</sup> *Ibidem*.

l'objet des plus vives critiques, selon nous. Nos résultats permettent ainsi d'établir l'absence de réels changements des niveaux de rémunération, ainsi que l'absence de vote de défiance pour ces entreprises particulières. Si ce constat nous permet de tirer des conclusions sur les effets du SoP pour une partie des entreprises « problématiques », il ne doit pas être tenu pour le reflet exact de la situation pour l'ensemble des sociétés cotées en bourses en Suisse. A titre informatif, nous relevons que le taux d'approbation moyen des rémunérations de la direction générale pour l'ensemble des sociétés du SPI était d'approximativement 93% pour les années 2015 à 2019. Par ailleurs, la fondation Ethos ne vote pas aussi *systématiquement* en défaveur des rémunérations de la direction générale que pour les 6 sociétés mises sous notre loupe. On relève ainsi que le taux de recommandation d'Ethos « contre » les rémunération pour l'ensemble des sociétés du SPI s'élève approximativement à 35% pour les années 2015 à 2019. Ces chiffres sont quasiment identique chaque année<sup>284</sup>.

Différents arguments peuvent être soulevés pour expliquer l'absence d'effet du SoP sur les montants des rémunérations. Sans prétendre à une quelconque exhaustivité, nous en exposons ici quelques-uns.

#### **4.2.3.1 Un problème de passivité des actionnaires ?**

Un premier argument soulevé pour expliquer l'absence d'effets de l'initiative contre les rémunérations abusives est celui de la passivité des actionnaires, comme le soulignait le CF dans le Message relatif à l'initiative Minder « les actionnaires doivent devenir actifs »<sup>285</sup>. Cet argument s'appuie sur l'absence de comportements visibles des actionnaires pour influencer les indemnités avant 2008 (année du dépôt de l'initiative populaire), alors qu'ils disposaient pourtant déjà de certains outils pour agir (notamment par l'approbation des comptes annuels ou la révocation des membres du CA). Selon le CF, pour que l'initiative populaire atteigne ses objectifs, il faut que les actionnaires changent d'état d'esprit<sup>286</sup>.

La passivité des actionnaires pour expliquer l'échec de l'initiative s'inscrit, selon nous, dans le prolongement de l'hypothèse émise par WAGNER et WENK dans leur étude, qui postule que les actionnaires ne souhaitent en fin de compte pas s'immiscer dans la compétence décisionnelle du CA en matière de fixation de la rémunération des dirigeants<sup>287</sup>.

#### **4.2.3.2 Un problème de mise en œuvre de l'initiative populaire ?**

Selon certains, l'échec de l'initiative populaire, qui s'observe dans l'absence de véritable effet régulateur sur les rémunérations, résiderait dans sa mise en œuvre trop laxiste par le CF, offrant des possibilités de contourner les principes de base de celle-ci<sup>288</sup>. Selon l'association faîtière TRAVAILSUISSE, il doit être recherché dans deux aspects déficitaires de la mise en œuvre de l'initiative populaire par l'ORAb. Le premier est l'espace discrétionnaire laissé aux entreprises dans le choix des modalités du vote des actionnaires. L'ORAb laisse la possibilité aux entreprises d'opter pour un vote séparé ou conjoint sur la part fixe et variable de la rémunération. L'ORAb laisse également aux entreprises le choix du moment auquel intervient le vote des actionnaires relatif à l'attribution d'un bonus. Or, selon l'organisation, seuls des votes séparés sur le montant de l'indemnité fixe et variable et intervenant de manière

---

<sup>284</sup> ETHOS, Rapport votes 2015 ; ETHOS, Rapport votes 2016 ; ETHOS, Rapport votes 2017 ; ETHOS, Rapport votes 2018 ; ETHOS, Rapport votes 2019.

<sup>285</sup> FF 2009 265, p. 300.

<sup>286</sup> *Ibidem*.

<sup>287</sup> WAGNER/WENK, p. 32.

<sup>288</sup> TRAVAILSUISSE, 16 octobre 2017 ; ATS, 21 mars 2016.

prospective permettent de réguler les rémunérations. Ceci, d'une part, car le vote conjoint sur la part fixe et variable ne permet pas aux actionnaires de se prononcer sur l'attribution d'un bonus excessif sans remettre en question toute la rémunération et, d'autre part, car le vote prospectif oblige les actionnaires à se prononcer sans connaître la marche future des affaires ce qui rend illusoire le concept de rémunération à la performance<sup>289</sup>. Constatant qu'en pratique, seule une minorité d'entreprises a opté pour de telles modalités, il n'est pas étonnant selon elle que les résultats ne suivent pas<sup>290</sup>. Selon nous toutefois, les résultats que nous observons en comparant les sociétés ayant opté pour un vote prospectif et celles ayant choisi le vote rétrospectif, ne corroborent pas cette première hypothèse. En effet, les montants des rémunérations n'ont pas davantage diminué dans les sociétés ayant opté pour un vote rétrospectif et les taux de votes des actionnaires approuvant le montants des rémunérations n'est pas significativement moins élevé.

Le second aspect réside selon TRAVAILSUISSE, dans le fait que l'ORAb n'interdit pas le paiement du salaire jusqu'au terme du délai de congé, les interdictions de non-concurrence, ainsi que les contrats de consultant dont la contre-prestation n'est pas indiquée de manière transparente<sup>291</sup>. Partant, malgré l'interdiction des indemnités de départ contractuelles ou statutaires jugées en grande partie responsables du caractère « exorbitant » des rémunérations, on observe en pratique le versement de telles indemnités prenant la forme de primes d'embauches visant à racheter les bonus planifiés par les anciens et de clauses de non-concurrence sur plusieurs années<sup>292</sup>. À titre d'exemple, on peut mentionner la rémunération de Tidjiane Thiam en 2015, augmentée de plus de 110% par rapport à l'année précédente en raison d'une compensation pour les bonus perdus à raison d'un changement d'employeur d'un montant de 14,3 Mio (voir rapport annuel)<sup>293</sup>.

La fondation Ethos se rallie à l'opinion selon laquelle les entreprises ont trouvé un moyen légal de contourner l'initiative Minder par l'institution d'un vote *a priori* sur le montant de la rémunération variable. Cependant, Ethos estime que l'initiative populaire n'est pas pour autant sans effet<sup>294</sup>. Selon elle, l'initiative Minder donne lieu à des pressions grandissantes sur les administrateurs<sup>295</sup>. À titre d'exemple, elle relève que les pressions exercées par les actionnaires sur les dirigeants de CS en 2017, peu de temps avant l'assemblée générale, ont permis de diminuer de 40% les bonus initialement prévus pour la direction générale<sup>296</sup>.

#### 4.2.3.3 Une inaptitude des moyens ?

Pour d'autres, l'échec de l'initiative était prévisible, et ce en raison de l'inaptitude des moyens utilisés pour répondre au problème. L'initiative Minder, en tant que réponse à la méfiance et à l'indignation de la population, était investie d'une fonction éminemment sociale<sup>297</sup>. Elle visait à mettre un frein aux montants des rémunérations perçues par les dirigeants ainsi qu'à rétablir un sentiment de justice dans la population. Pour ce faire, le moyen choisi fut l'élargissement des droits des actionnaires dans les sociétés cotées. Ce moyen s'inscrit dans une conception -

---

<sup>289</sup> TRAVAILSUISSE, 22 juin 2017 ; TRAVAILSUISSE, 16 octobre 2017.

<sup>290</sup> TRAVAILSUISSE, 22 juin 2017 ; TRAVAILSUISSE, 16 octobre 2017.

<sup>291</sup> TRAVAILSUISSE, 20 juin 2016.

<sup>292</sup> TRAVAILSUISSE, 22 juin 2017 ; TRAVAILSUISSE, 16 octobre 2017 ; TRAVAILSUISSE, 20 juin 2016.

<sup>293</sup> TRAVAILSUISSE, 22 juin 2017.

<sup>294</sup> GARESSUS, 30 septembre 2016

<sup>295</sup> KACZOR, 30 septembre 2016 ; GARESSUS, 30 septembre 2016.

<sup>296</sup> ECKERT, 16 avril 2017.

<sup>297</sup> CHENAUX, 2 octobre 2012.

celle de la doctrine majoritaire - de la société, ayant pour raison d'être la maximisation de la valeur actionnariale<sup>298</sup>. Le problème est que la préoccupation de maximisation de la valeur actionnariale, qui vise à s'assurer que l'entreprise soit gérée dans l'intérêt des actionnaires, se préoccupe finalement peu de la quotité de la rémunération<sup>299</sup>. Dans ce contexte, l'introduction du SoP en droit des sociétés vise principalement à s'assurer que la haute direction ne privilégie pas ses propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires (et non à mettre un frein aux rémunérations)<sup>300</sup>. Ainsi, l'objectif du peuple et le moyen pour y parvenir par le biais du droit des sociétés sont, dès le départ, divergents. L'un s'oriente vers une diminution des montants des rémunérations, l'autre vers une maximisation des intérêts des actionnaires (qui paradoxalement en pratique s'est davantage traduite par le passé par une augmentation des montants des rémunérations des dirigeants<sup>301</sup>). Dès lors, il était prévisible que l'initiative n'atteigne pas son objectif (de limiter les montants) et se heurte à un échec.

## 5 Conclusion

Dans le cadre de ce travail, nous nous sommes intéressés aux tenants et aboutissants du *Say on Pay* en Suisse et nous nous sommes interrogés sur son efficacité pour « répondre » à la problématique des rémunérations des dirigeants de sociétés anonymes cotées en bourse.

Nous avons exposé que le *Say on Pay* en tant que « solution » à la problématique des rémunérations poursuit trois principaux enjeux. Premièrement, il vise à résoudre le conflit d'intérêt ou de dépendance rencontré par le conseil d'administration, qui se prononce jusqu'ici seul sur la rémunération des administrateurs et directeurs. Son enjeu juridique réside ainsi dans l'objectif de résoudre le conflit d'intérêts ou de dépendance du conseil d'administration, incompatible au regard de son devoir général de fidélité (art. 717 CCO). Deuxièmement, le SoP est investi d'une fonction sociale. Il tend à rétablir un sentiment de justice dans la population, par une diminution de montants des rémunérations des dirigeants, jugés « excessifs » et démesurés. Troisièmement, le SoP poursuit un enjeu économique. Il cherche à rétablir le lien entre les rémunérations des dirigeants et les performances économiques des sociétés.

Si tout le monde semble s'accorder à dire que les rémunérations des dirigeants des grandes sociétés anonymes sont problématiques, les moyens pour les réguler et les mécanismes appropriés pour ce faire semblent loin de faire consensus. Ainsi, nous avons vu que sur la totalité des enjeux visés par le *Say on Pay*, la doctrine est divisée. D'abord, si pour certains le transfert de compétences du CA aux actionnaires permet de résoudre un conflit d'intérêt, pour d'autres il vise à priver de manière injustifiée le CA de ses compétences historiques. Ensuite, tandis que certains prédisent que le SoP permet une diminution des montants des rémunérations, d'autres parient sur une augmentation de ceux-ci. Finalement, si certains affirment qu'en raison de la corrélation entre activisme actionnarial et augmentation des performances, celles-ci sont stimulées, d'autres s'inquiètent de voir un impact négatif du SoP sur les performances des sociétés.

Étant donné que le *Say on Pay* est né d'une initiative populaire, son enjeu social apparaît au premier plan. C'est la raison pour laquelle, nous avons choisi de porter notre analyse sur cet aspect. Au terme de celle-ci, nous avons constaté que les montants des rémunérations sont loin de dévoiler une tendance à la diminution. Au contraire, on dénote une étonnante stabilité dans

---

<sup>298</sup> URBEN, p. 480.

<sup>299</sup> CHENAUX, 2 octobre 2012 ; DEMBINSKI, 29 juin 2006.

<sup>300</sup> *Ibidem*.

<sup>301</sup> *Ibidem*.

leur niveau. Partant, nous avons conclu que le *Say on Pay* n'est pas parvenu jusqu'ici à résoudre la problématique des rémunérations « excessives ».

Nous sommes d'avis, comme le relevait en 2012 les professeurs CHENAUX ET PHILIPPIN, qu'il y a un « paradoxe » dans l'initiative Minder qui réside dans le décalage entre l'objectif poursuivi, visant à « mettre un frein » aux indemnités perçues par les dirigeants, et le moyen pour y parvenir, par le renforcement de la démocratie actionnariale (dont le *Say on Pay* est un outil)<sup>302</sup>. Nous rejoignons à cet égard également l'avis de NERI-CASTRACANE<sup>303</sup> selon lequel la démocratie actionnariale *peut* permettre de tenir compte des intérêts des autres parties prenantes mais qu'il ne s'agit pas du moyen automatique pour y parvenir<sup>304</sup>.

Bien qu'il n'ait pas réussi à résoudre l'enjeu social des montants jugés « excessifs », selon nous, l'introduction du *Say on Pay* est une bonne chose.

Concernant le vote des actionnaires sur la rémunération des *administrateurs*, nous nous rallions à l'opinion de NERI-CASTRACANE<sup>305</sup> selon laquelle décider de sa propre rémunération est inéquitable et illogique. Ainsi, le SoP est opportun car il permet de remédier à la compétence unique du CA de se prononcer sur sa propre rémunération, qui pose problème jusqu'ici d'un point de vue juridique et éthique.

S'agissant de la rémunération des *directeurs*, nous estimons que le vote des actionnaires est également positif. Bien que le conflit d'intérêt rencontré par le conseil d'administration dans la fixation de la rémunération des membres de la direction ne soit pas considéré comme « sérieux »<sup>306</sup>, la prise de mesures pour surveiller les administrateurs est nécessaire selon nous, au regard des possibles liens d'amitié et de loyauté qu'ils entretiennent avec la direction. Cependant, en raison des problèmes pratiques que peut engendrer un vote contraignant des actionnaires, nous rejoignons l'opinion de NERI-CASTRACANE<sup>307</sup> selon laquelle un vote consultatif pourrait être plus approprié.

En fin de compte, nous estimons que pour se déterminer sur l'efficacité du mécanisme de *Say on Pay*, il est également nécessaire de se questionner sur les réelles motivations des actionnaires. En effet, nous avons pu observer que les votes des actionnaires lors des assemblées générales se traduisent systématiquement par une approbation des montants proposés par le CA. S'agit-il d'un manque d'intérêt pour cette question ? Préfèrent-ils laisser le CA s'en charger ? ou, jugent-ils effectivement que les montants sont appropriés ? - En l'absence, à notre connaissance, d'étude s'étant penchée sur le sujet, cette question reste en suspens.

---

<sup>302</sup> CHENAUX, 2 octobre 2012

<sup>303</sup> NERI-CASTRACANE, p. 170

<sup>304</sup> *Ibidem*.

<sup>305</sup> *Ibidem*.

<sup>306</sup> URBEN p.385.

<sup>307</sup> NERI-CASTRACANE, p. 170

## Bibliographie

ATS, *Minder s'indigne des bonus camouflés*, Tribune de Genève, 21 mars 2016, p.11 (cité : ATS, 21 mars 2016)

BASTIAN Olivier, *Délégation de compétence et répartition des tâches au sein du conseil d'administration. Rôle du conseil d'administration, de ses comités et de l'assemblée générale*, Lausanne 2009 (cité : BASTIAN).

BEBCHUK Lucian/FRIED Jesse, *Pay without Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge (Massachusetts)/Londres 2004 (cité : BEBCHUK/ FRIED).

BELOT, François, GINGLINGER Edith, *Rendre compte de la rémunération des dirigeants - Qu'attendre du say on pay ?*, Revue française de gestion, n° 237, 2013, p. 57ss (cité : BELOT/ GINGLINGER)

BERLE Adolf/ MEANS Gardiner, *The Modern Corporation and private property*, New York 1932 (cité : BERLE/MEANS).

BIEDERMANN Dominique/DAENIKER Daniel, *Pro & Contra: Soll die Generalversammlung managementsaläre genehmigen?*, GesKR 2008, p. 142ss (cité : BIEDERMANN/DAENIKER)

BLACK Bernard S., *Shareholder Activism and Corporate Governance in the U.S.*, in Newman Peter (édit.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Londres 1998 p. 459ss (cité : BLACK)

BLANC Matthieu, *Corporate gouvernance dans les groupes de sociétés*, Zürich/St.Gall 2010 (cité : BLANC).

BÖCKLI Peter, *Schweizer Aktienrecht*, 4<sup>e</sup> éd., Zurich/Bâle/Genève 2009 (cité : BÖCKLI)

BÖCKLI Peter, *De la rigueur dans le soft law*, in F. Dessemontet et G. Bohrer (édits), *Corporate Governance en Suisse*, Publication CEDIDAC 54, Lausanne 2003, p. 245ss (cité : BÖCKLI (2003))

BÖCKLI Peter/HUGUENIN Claire/DESSEMONTET François, *Le Gouvernement d'entreprise. Rapport du groupe de travail en vue de la révision partielle du droit de la société anonyme*, Lausanne 2004 (cité BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET)

BÖCKLI Peter, *Insichgeschäfte und Interessenkonflikte im Verwaltungsrat: Heutige Rechtslage und Blick auf den kommenden Art. 717a E-OR*, GesKR 2012, p. 354ss (cité : BÖCKLI (2012))

BOURQUI Claude *et al.*, *Rapport intermédiaire du groupe de travail « Gouvernement d'entreprise »*, in Dessemontet François/Bohrer Gaétan (édits), *Corporate gouvernance en Suisse*, Lausanne 2003, p. 4ss (cité : BOURQUI *et al.*)

BÜHLER Christoph.B, *Vergütungen and Verwaltungsrat und Geschäftsleitung :Volksinitiative « gegen die Abzockerei » und Gegenentwürfe*, in Watter Rolf (édits), *Die « grosse » Schweizer Aktienrechtsrevision*, Zürich/St. Gallen 2010, p.247ss (cité : BÜHLER)

CHABLOZ Isabelle, *Actionnaires dans les sociétés cotées : actions légales et gouvernance – Étude comparée : Suisse, Australie, Allemagne*, Genève/Zurich/Bâle 2012 (cité : CHABLOZ)

CHENAUX Jean-Luc, *Les comités d'actionnaires*, GesKR 2011, p.135ss (cité : CHENAUX (2011))

CHENAUX Jean-Luc, *Les limites et les paradoxes de l'initiative Minder*, Le Temps, 2 octobre 2012 disponible sous : <https://nouveau.europresse.com/Search/ResultMobile/0> (consulté le 7 décembre 2020) (cité : CHENAUX, 1<sup>er</sup> octobre 2012)

CUNAT Vicente/GINE Mireia/GUADALUPE Maria, *Say Pays! Shareholder Voice and Firm Performance*, Review of Finance, vol.20, n°5, 2016, p.1799ss (cité : CUNAT/GINE/GUADALUPE)

DAENIKER Daniel, *Vergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung schweizerischer Publikumsgesellschaften-Eine Bestandesaufnahme*, RSJ 2005, p. 381 ss (cite : DAENIKER)

DEMBINSKI Paul, *L'économie d'entreprise. L'avis de l'expert. Les hauts salaires des patrons sont dans la logique du système économique actuel*, Le Temps, 29 juin 2006, disponible sous : <https://www.letemps.ch/opinions/leconomie-dentreprise-lavis-lexpert-hauts-salaires-patrons-logique-systeme-economique> (consulté le 7 décembre 2020) (cité : DEMBINSKI, 29 juin 2006)

ECKERT Élisabeth, « *La pression des actionnaires sur le Crédit Suisse a porté ses fruits* », Le Matin Dimanche, 16 avril 2017, p. 27 (cité : ECKERT, 16 avril 2017)

ECONOMIESUISSE, *L'initiative Minder vue par l'économie, Prise de position du 18 février 2009* disponible sous : [https://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/Positionspapier\\_Initiative\\_Minder\\_FR\\_Mai2009.pdf](https://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/Positionspapier_Initiative_Minder_FR_Mai2009.pdf) (cité : ECONOMIESUISSE, Minder)

ETHOS, *Rémunérations des instances dirigeantes des 100 plus grandes sociétés cotées en Suisse*, Genève 2006, disponible sous : [https://ethosfund.ch/sites/default/files/upload/publication/p157f\\_061109\\_Rmunrations\\_des\\_instances\\_dirigeantes\\_des\\_plus\\_grandes\\_socits\\_cotes\\_en\\_Suisse.pdf](https://ethosfund.ch/sites/default/files/upload/publication/p157f_061109_Rmunrations_des_instances_dirigeantes_des_plus_grandes_socits_cotes_en_Suisse.pdf) (cité : ETHOS, 2006)

ETHOS, *Assemblées générales des sociétés du SPI 2015* (cité : ETHOS, Rapport votes 2015)

ETHOS, *Assemblées générales des sociétés du SPI 2016* (cité : ETHOS, Rapport votes 2016)

ETHOS, *Assemblées générales des sociétés du SPI 2017* (cité : ETHOS, Rapport votes 2017)

ETHOS, *Assemblées générales des sociétés du SPI 2018* (cité : ETHOS, Rapport votes 2018)

ETHOS, *Assemblées générales des sociétés du SPI 2019* (cité : ETHOS, Rapport votes 2019)

ETHOS, *Lignes directrices de vote 2017, Principes de gouvernement d'entreprise*, 2016 (cité : ETHOS, Lignes directrices 2017)

FORSTMOSER Peter, "Say-on-Pay": Die Volksinitiative "gegen die Abzockerei" und der Gegenvorschlag des Parlaments, RSJ 108/2012, p. 337ss (cité : FORSTMOSER)

GARESSUS Emanuel, *Pour Ethos*, « tout n'est pas noir ou blanc », Le Temps, 30 septembre 2016, p. 19 (cité : GARESSUS, 30 septembre 2016)

GIGER Gion, *Corporate Governance als neues Element im schweizerischen Aktienrecht*, Zurich/Bâle/Genève 2003 (cité : GIGER)

HOFSTETTER Karl, *Le gouvernement d'entreprise en Suisse. Rapport final du groupe d'experts sur le gouvernement d'entreprise*, Zürich 2002 (cité : HOFSTETTER)

HULMANN Yves, *Les salaires de la colère*, Le Temps, 28 janvier 2013, disponible sous : <https://www.letemps.ch/salaires-colere> (consulté le 7 décembre 2020) (cité : HULMANN, 28 janvier 2013)

IGOPP, *Le vote consultatif sur la rémunération des dirigeants : une expérience concluante ?* 10 novembre 2015 (cité : IGOPP (2015))

IGOPP : *Le vote consultatif sur la rémunération des dirigeants (Say on Pay) - un pas en avant vers une meilleure gouvernance ?*, mars 2010, disponible sous : <https://igopp.org/le-vote-consultatif-sur-la-remuneration-des-dirigeants-say-on-pay-2/> (cité : IGOPP, (2010))

IGOPP, *La rémunération des dirigeants - Trancher le nœud gordien*, 2017 (cité : IGOPP (2017))

IMPORT TDG, *Oui au plafonnement des salaires des dirigeants*, Bilan, 18 septembre 2012, disponible sous : [https://www.bilan.ch/economie/oui\\_au\\_plafonnement\\_des\\_salaires\\_des\\_dirigeants](https://www.bilan.ch/economie/oui_au_plafonnement_des_salaires_des_dirigeants) (consulté le 7 décembre 2020) (cité : IMPORT TDG, 18 septembre 2012)

ISAKOV Dušan/PARIETTI Simone, *Analyse des rémunérations des dirigeants de sociétés suisses cotées en bourse entre 2007 et 2012*, Fribourg 2014, disponible sous : [https://doc.rero.ch/record/209873/files/WP\\_SES\\_449.pdf](https://doc.rero.ch/record/209873/files/WP_SES_449.pdf) (cité : ISAKOV/PARIETTI)

JENSEN Michael C./MECKLING William H., *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, vol.3, n°4, 1976, p. 305ss (cité: JENSEN/MECKLING)

JACCARD Michel/BARUH Erol, *L'équilibre des pouvoirs dans le cadre de la révision du droit de la SA. Réflexions à partir des nouvelles règles sur la rémunération, l'organisation, la transparence et la gestion des conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration*, RDSA 2008, p. 135ss (cité : JACCARD/ BARUH)

KACZOR Piotr, *Intense pression sur les administrateurs*, vendredi 30 septembre 2016, AGEFI, 30 septembre 2016, p. 4 (cité : KACZOR, 30 septembre 2016)

KLAPPER Leora F./LOVE Inessa, *Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets*, Journal of Corporate Finance 10/2004, p. 703ss (cite ; KLAPPER/LOVE)

KARAMETAXAS Xenia E. *L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives*, Genève/Zürich 2019 (cité : KARAMETAXAS)

KARAMETAXAS Xenia, *Le droit de vote comme moyen pour renforcer la gouvernance d'entreprise*, in Heckendorn Urscheler Lukas/Topaz Druckman Karen (édits), *Les difficultés économiques en droit*, Genève/Zürich 2015, p. 277ss (cité KARAMETAXAS (2015))

LE ROY Yves/SCHOENENBERGER Marie B., *Introduction générale au droit suisse*, 4ème éd., Genève/Zürich/Paris 2015 (cité : LE ROY/SCHOENENBERGER)

LEU Daniel, *Variable Vergütungen für Manager und Verwaltungsräte*, Zürich/ Bâle/Genève 2005 (cité : LEU)

MALACRIDA Ralf/SPILMANN Till, *Payback time?*, GesKR 2008, p. 345ss (cité : MALACRIDA/SPILLMANN)

MARTENET Vincent/DUBEY Jaques (édits), *Constitution fédérale*, commentaire romand, Bâle 2021 (cité : CR Cst-CANAPA, art. 95)

MASON Stephani A./PALMON Dan/SUDIT Ephraim, *What Is The Impact Of Say on Pay On Executive Compensation?, A Meta-Analysis Of The Empirical Evidence*, 2014, disponible sous : [https://af.polyu.edu.hk/media/7210/cc073-meta-submission-to-jiar-1\\_final.pdf](https://af.polyu.edu.hk/media/7210/cc073-meta-submission-to-jiar-1_final.pdf) (consulté le 7 décembre 2020) (cité : MASON/ PALMON/SUDIT)

MEIER-HAYOT ARTHUR/FORSTMOSER PETER, *Schweizerisches gesellschaftsrecht, Mit neuen Firmen- und künftigem Handelsregisterrect und unter Einbezug der Aktienrechtsreform*, 12ème éd., Berne 2018 (cité : MEIER-HAYOT/FORSTMOSER)

MOREY Matthew *et al.* , *Does better corporate governance result in higher valuations in emergingmarkets? Another examination using a new data set*, Journal of Banking & Finance 33/2009, p. 254ss (cité : MOREY *et al.* )

MUSTAKI Guy/URBEN Luca, *Prévention et gestion des conflits d'intérêts des administrateurs*, SJ 2014 II, p. 109ss (cité : MUSTAKI/URBEN)

NERI-CASTRACANE Giulia, *Les règles de gouvernance d'entreprise comme moyen de promotion de la responsabilité sociale de l'entreprise – Réflexion sur le droit suisse dans une perspective internationale*, Genève/Zürich 2016 (cité : NERI-CASTRACANE).

OCDE, *Gouvernement d'entreprise et crise financière : conclusions principales et messages clés*, Rapport à l'OCDE du Groupe de direction sur le gouvernement d'entreprise, Paris 2009, disponible sous : <http://www.oecd.org/fr/gouvernementdentreprise/ae/principesdegouvernementdentreprise/43139152.pdf> (consulté le 11 décembre) (cité : OCDE (2009)).

PALOMINO Frédéric, *Comment faut-il payer les patrons ?*, Paris 2011 (cité : PALOMINO)

PALOMINO Frédéric, *Rémunération des dirigeants d'entreprise : que peut-on attendre du « say on pay » ?*, EDHEC, 2012, disponible sous : <https://www.edhec.edu/sites/www.edhec->

[portail.pprod.net/files/publications/pdf/edhec-position-paper-say-on-pay-vfr-f\\_1352883877329-pdfjpg](http://portail.pprod.net/files/publications/pdf/edhec-position-paper-say-on-pay-vfr-f_1352883877329-pdfjpg) (cité : PALOMINO (2012))

PAPAUX Alain, *Introduction à la philoSoPhie du « droit en situation »*, Zürich 2006 (cité : PAPAUX)

PHILIPPE Arnaud, *Distinguer les structures actionnariales en gouvernance d'entreprise comparée*, in Bahar Rashid/Kadner G. Thomas (édits), *Le droit comparé et le droit suisse*, Genève/Zurich 2018, p. 299ss (cité : PHILIPPE)

PHILIPPIN Edgar, *La mise en œuvre de l'initiative « contre les rémunérations abusives »*, SJ 2014 II, p. 261ss (cité : PHILIPPIN (2014))

ROMANO Roberta, *Less is More: Making Institutional Investor Activism A Valuable Mechanism of Corporate Governance*, Yale Journal on Regulation, vol. 18, 2001, p. 174 ss (cite : ROMANO)

ROUILLER Nicolas *et al.* , *La société anonyme suisse*, Zürich 2017 (cité : ROUILLER *et al.* )

SCHNYDRIG Andrin/WERLEN Thomas, *Festlegung von Entschädigungen der Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder durch die Generalversammlung - eine Verbesserung der Corporate Governance?*, RDSA 2007, p. 101ss (cité : SCHNYDRIG/WERLEN)

SERRET Vanessa, *Le droit des actionnaires sur la rémunération de leurs dirigeants – Une solution ou un problème ?* Revue française de gestion, n°268, 2017, p. 77ss (cité : SERRET)

SERRET Vanessa/BERTHELOT Sylvie/COULMONT Michel, *Les facteurs déterminants de la mise en place du Say on Pay au Canada*, Finance Contrôle Stratégie, 2016 disponible sous : <https://journals.openedition.org/fcs/1783> (cité : SERRET/BERTHELOT)

SHEN Wei/GENTRY Richard J./HENRY Tosi Jr., *The impact of pay on CEO turnover: A test of two perspectives*, Journal of Business Research, vol.63, n°7, 2010, p. 729ss (cité : SHEN/GENTRY/HENRY)

TERCIER Pierre/AMSTUTZ Marc/TRIGO Trindade, *Code des obligations II - Commentaire romand : art. 530-1186 CO, art. 20-33 LB, avec des introductions à la LFus, à l'ORAb, à la LTI et à la loi sur la mise en œuvre des recommandations du GAFI*, 2<sup>ème</sup> éd., Bâle 2017 (cité CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 717)

THOMAS Randall S./VAN DER ELST Christoph, *Say on Paya around the world*, Washington University Law Review, vol. 92, n°3, 2015, p. 653ss (cité: THOMAS/VAN DER ELST)

TRAVAILSUISSE, *Le mauvais rapport des composantes du salaire*, 18 juin 2018 (cité : TRAVAILSUISSE, 18 juin 2018)

TRAVAILSUISSE , *Salaires des dirigeants 2015 : avalanche d'augmentations – nouvelle flambée des bonus ?*, 20 juin 2016 (cité : TRAVAILSUISSE, 20 juin 2016)

TRAVAILSUISSE, *Révision du droit de la société anonyme : On prend des gants pour aborder le problème des salaires exorbitants des dirigeants*, 16 octobre 2017 (cité : TRAVAILSUISSE, 16 octobre 2017)

TRAVAILSUISSE, *L'initiative sur les rémunérations abusives ne peut pas stopper la surenchère des bonus*, 22 juin 2017 (cité : TRAVAILSUISSE, 22 juin 2017)

TRAVAILSUISSE, *Une indignation qui se mue en éloignement*, 24 juin 2013 (cité : TRAVAILSUISSE, 24 juin 2013)

*Avec Grübel, l'écart salarial augmente de 753%*, 13 avril 2013 (cité : TRAVAILSUISSE, 13 avril 2013)

TRAVAILSUISSE, *Les salaires des dirigeants des grands groupes pharmaceutiques : Roche dépasse Novartis*, 25 mars 2013 (cité : TRAVAILSUISSE, 25 mars 2013)

TRAVAILSUISSE, *Résultats de l'étude 2012*, Berne, le 25 juin 2012 (cité : TRAVAILSUISSE, Étude 2012)

TRAVAILSUISSE, *Salaires des managers 2012 : résultats de l'étude*, Berne, le 24 juin 2013 (cité : TRAVAILSUISSE, Étude 2013)

TRAVAILSUISSE, *Salaires des managers 2013 : résultats de l'étude*, Berne, le 23 juin 2014 (cité : TRAVAILSUISSE, Étude 2014)

TRAVAILSUISSE, *Salaires des managers 2014 : résultats de l'étude*, Berne, le 22 juin 2015 (cité : TRAVAILSUISSE, Étude 2015)

TRAVAILSUISSE *Douzième enquête sur les salaires des dirigeants*, Berne, le 20 juin 2016 (cité : TRAVAILSUISSE, Étude 2016)

TRAVAILSUISSE *La 13<sup>ème</sup> étude annuelle sur les salaires des managers*, Berne, le 22 juin 2017 (cité : TRAVAILSUISSE, Étude 2017)

TRAVAILSUISSE *14<sup>ème</sup> édition de l'étude sur le salaire des managers*, Berne, le 22 juin 2018 (cité : TRAVAILSUISSE, Étude 2018)

TRAVAILSUISSE *15<sup>ème</sup> étude sur le salaire des managers*, Berne 24 juin 2019 (cité : TRAVAILSUISSE, Étude 2019)

Disponibles sous : <https://www.travailsuisse.ch/fr/node/167> (consulté le 7 décembre 2020)

URBEN Luca, *La rémunération des dirigeants en droit suisse de la société anonyme*, Lausanne 2015 (cité : URBEN).

VON PLANTA, *Sind die Aktionäre wirklich Eigentümer der Gesellschaft ? Ein Beitrag zur Diskussion um die Stärkung der Aktionärsrechte*, in Oertle Mathias et al. (edits.) *M&A Recht und Wirtschaft in der Praxis-Liber Amicorum für Rudolf Tschäni*, Dike Verlag AG, Zürich/St Gallen 2010, p. 397 ss (cité : VON PLANTA)

VON DER CRONE Hans Caspar/CARBONARA Antonio/MAROLDA-MARTINEZ Larissa, *Corporate Governance und Führungsorganisation in der Aktiengesellschaft*, RSJ 2004, p. 405ss (cité : VON DER CRONE/CARBONARA/MAROLDA-MARTINEZ)

WAGNER Alexandre F., Règlements de la rémunération des dirigeants, ECS 5/2014, p. 425ss (cité : WAGNER)

WAGNER Alexandre F/WENK Christoph, *Agency versus Hold-up: On the Impact of Binding Say-on-Pay on Shareholder Value*, Zürich 2012, disponible sous : [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1793089](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1793089) (consulté le 7 décembre 2020)

YAO Yongheng/APPELBAUM Steven H., CEO compensation as a process and a product of negotiation, *International Journal of Business in Society*, vol. 9, n°3, 2008, p. 298ss (cité : YAO/APPELBAUM)

ZEN-RUFFINEN Marie-Noëlle/BAUEN Marc, *Le conseil d'administration*, Genève/Zürich 2017 (cité ZEN-RUFFINEN/BAUEN)

### **Jurisprudence**

ATF 95 II 442

ATF 126 III 361, JdT 2001 I 131

ATF 127 III 332, JdT 2001 I 258

ATF 130 III 213, JdT 2004 I 223

TF, arrêt 6B\_310/2014 du 23 novembre 2015

### **Textes officiels et communications y relatives**

Code des obligations (CO) (Transparence des indemnités versées aux membres du conseil d'administration et de la direction), Modification du 7 octobre 2005, RO 2006 2629.

Message relatif à l'initiative populaire « contre les rémunérations abusives » et à la révision du code des obligations (Droit de la société anonyme) du 5 décembre 2008, FF 2009 265.

Initiative populaire fédérale « Contre les rémunérations abusives » acceptée le 3 mars 2013, RO 2013 1303.

Chancellerie fédérale, Votation populaire du 3 mars 2013, disponible sous : <https://www.bk.admin.ch/ch/f/pore/va/20130303/index.html> (consulté le 7 décembre 2020).

Rapport explicatif de l'Office fédéral de la justice du 13 juin 2013 sur l'Avant-projet d'ordonnance contre les rémunérations abusives (ORAb) (cité : Rapport AP-ORAb)

Message concernant la modification du code des obligations (Droit de la société anonyme) du 23 novembre 2016, FF 2017 353.

Code des obligations (Droit de la société anonyme), Modification du 19 juin 2020, FF 2020 5409.

Conseil fédéral, Seuils pour la représentation des sexes et transparence dans le secteur des matières premières à partir du début de 2021, communication officielle du 14 octobre 2020, disponible sous <https://www.bj.admin.ch/bj/fr/home/aktuell/mm.msg-id-80358.html>

### **Règles d'autorégulation**

ECONOMIESUISSE, Code suisse de Bonne Pratique pour le gouvernement d'entreprise du 25 mars 2002 (cité : aCBP)

ECONOMIESUISSE, Annexe 1 du Code suisse de Bonne Pratique pour le gouvernement d'entreprise du 6 septembre 2007 (cité : Annexe 1 aCBP)

ECONOMIESUISSE, Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise du 28 août 2014 (cité : CBP)

ECONOMIESUISSE, Annexe 1 du Code suisse de Bonne Pratique pour le gouvernement d'entreprise du Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise du 28 août 2014 (cité : Annexel CBP)

SIX SWISS EXCHANGE, *Commentaire relatif à la directive sur la Corporate Governance* du 20 septembre 2007, disponible sous : [https://segetis.ch/files/SWX\\_Guideline\\_20070820-1\\_comm\\_fr.pdf](https://segetis.ch/files/SWX_Guideline_20070820-1_comm_fr.pdf) (consulté le 7 décembre 2020)