

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

SEPTEMBRE 2014



Les meilleurs PDG
traitent les actionnaires
comme des associés

Le meilleur quartile

Un survol des programmes de rémunération des PDG d'entreprises canadiennes

DANS UN BULLETIN DE *La Perspective de Burgundy* intitulé « *Stealing a Fortune* », nous signalions en 1998 les conséquences imprévues des options sur le comportement des dirigeants d'entreprises. Nous illustrions alors nos propos avec l'histoire de deux sociétés fictives : Excellent Corporation et Subpar Corporation. Excellent Corp. motivait M. Topnotch, son président directeur général (PDG) avec une prime directement liée à sa possession d'actions de la société, alors que Subpar Corp. accordait des options d'achat d'actions à son PDG (M. Hohum). Sous l'effet conjugué d'une meilleure répartition du capital et d'une meilleure prise de décisions d'affaires, Excellent Corp. avait supplanté Subpar Corp.

Au cours des années qui suivirent la publication de *Stealing a Fortune*, nous avons encouragé l'adoption de règles comptables plus strictes en soutenant qu'un traitement comptable judicieux des options d'achat d'actions pourrait mitiger le recours général à ce type de mesures incitatives et améliorer la

concordance d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. En 2004, nous nous sommes réjouis de l'entrée en vigueur de nouvelles règles comptables au Canada, par lesquelles les sociétés publiques devaient porter le coût des options d'achat d'actions à l'état des résultats. Par la suite, nous n'avons toutefois pas été impressionnés de constater que des sociétés recourraient abusivement à des méthodes de comptabilisation non conformes aux pratiques comptables généralement reconnues (PCGR) relativement aux bénéfices avant intérêts, impôts et amortissement (BAIIA), aux fins d'occulter les octrois d'options d'achat d'actions ; l'accord tacite de certains analystes de recherche à cet égard ne nous a également pas impressionnés. Dans la présente livraison de *La Perspective de Burgundy*, nous jetons à nouveau un regard sur les options d'achat d'actions, en examinant les 60 plus grandes sociétés canadiennes, en vue de comprendre comment cette pratique est utilisée une décennie après le changement des règles comptables qui les visent.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

L'histoire de deux membres d'un conseil d'administration (et d'un conseiller)

Topnotch et Hohum ont maintenant quitté leurs fonctions de dirigeants d'entreprise, et ils ont récemment joint le conseil d'administration de la société New Corp., histoire d'occuper leurs temps libres. Dès leur première séance du conseil d'administration, notre duo s'est vu confier l'intimidante tâche de concevoir une formule de rémunération globale pour le chef de la direction de l'entreprise, M. Newguy.

Le comité de la rémunération devant se réunir deux jours plus tard, notre duo effaré décide de retenir les services de la firme Les conseillers Bonne Gouvernance pour les aider. Topnotch et Hohum demandent à l'associé principal de Bonne Gouvernance, M. Fairpay, de leur faire une présentation dès le lendemain.

Fairpay s'empresse donc de mettre ses analystes de recherche à l'œuvre pour analyser les formules de rémunération des PDG de sociétés canadiennes comparables à New Corp., en l'occurrence, les sociétés de l'indice S&P/TSX 60. « La soirée va être longue, » murmure Fairpay en commençant à préparer ses notes de présentation.

Tôt le lendemain matin, dans son bureau et conforté par un café, Fairpay révise sa présentation maintenant complétée. Scrutant les graphiques, il est étonné par l'impact que les programmes de rémunération ont sur le comportement des PDG et sur l'ampleur de la part des actions de la société qu'ils détiennent. « L'influence est encore plus considérable que je ne l'aurais cru. » se dit Fairpay. Peu après, la sonnerie du téléphone tire Fairpay de sa réflexion. « Topnotch et Hohum sont là pour vous voir. », lui dit la réceptionniste. « J'arrive, » répond distraitemment Fairpay, qui réfléchit à l'importance des découvertes de son équipe. Après encore quelques minutes, Fairpay met fin à sa revue de la présentation et sort de son bureau.

« Merci d'être venus, » dit Fairpay à ses visiteurs en entrant dans la salle de conférence, « mon équipe a travaillé toute la nuit pour vous apporter des réponses. Je crois que nous sommes arrivés à de très intéressantes conclusions. »

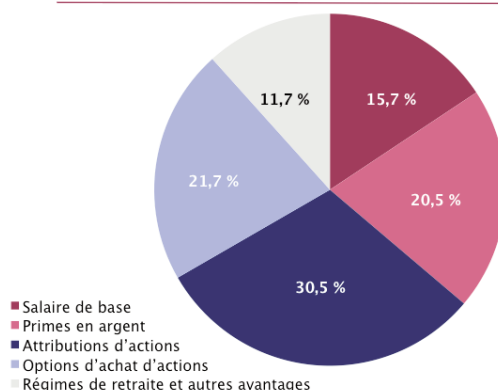
Fairpay remet alors des copies de la présentation à Topnotch et à Hohum et les invite à examiner le premier graphique de la présentation.

Les formules de rémunération

« Comme vous pouvez le constater, un PDG typique d'une grande société canadienne bénéficie d'une rémunération globale comportant plusieurs éléments, » avance Fairpay. « Environ la moitié de la rémunération est basée sur des actions et l'autre moitié est composée de versements d'argent comptant et d'avantages, dont des régimes de retraite. Pour ce qui est de la portion de compensation en actions, les attributions d'actions sont plus populaires que les options d'achat d'actions. »

L'air un peu confus, Hohum demande, « Les options d'achat d'actions ne sont donc pas la seule façon de rétribuer les dirigeants par des actions ? »

Répartition de la rémunération totale moyenne des PDG



« Non, » précise Fairpay, « les attributions d'actions sont une autre façon. Ces attributions prennent généralement la forme d'unités d'actions assujetties à des restrictions (UAAR)ⁱ. Les UAAR sont une promesse de l'employeur d'émettre des actions à un employé à des dates futures d'attribution. Les associés de Bonne Gouvernance sont d'avis que, même si elles ne sont pas parfaites, les attributions d'actions sont préférables aux options d'achat d'actions. Nous préférons les attributions d'actions parce que leurs bénéficiaires participent aux hausses et aux baisses du cours des actions de la société. Toutefois, pour la meilleure concordance d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires, il n'y a rien de mieux

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

que l'investissement par les dirigeants de leur propre avoir dans les actions de la société. »

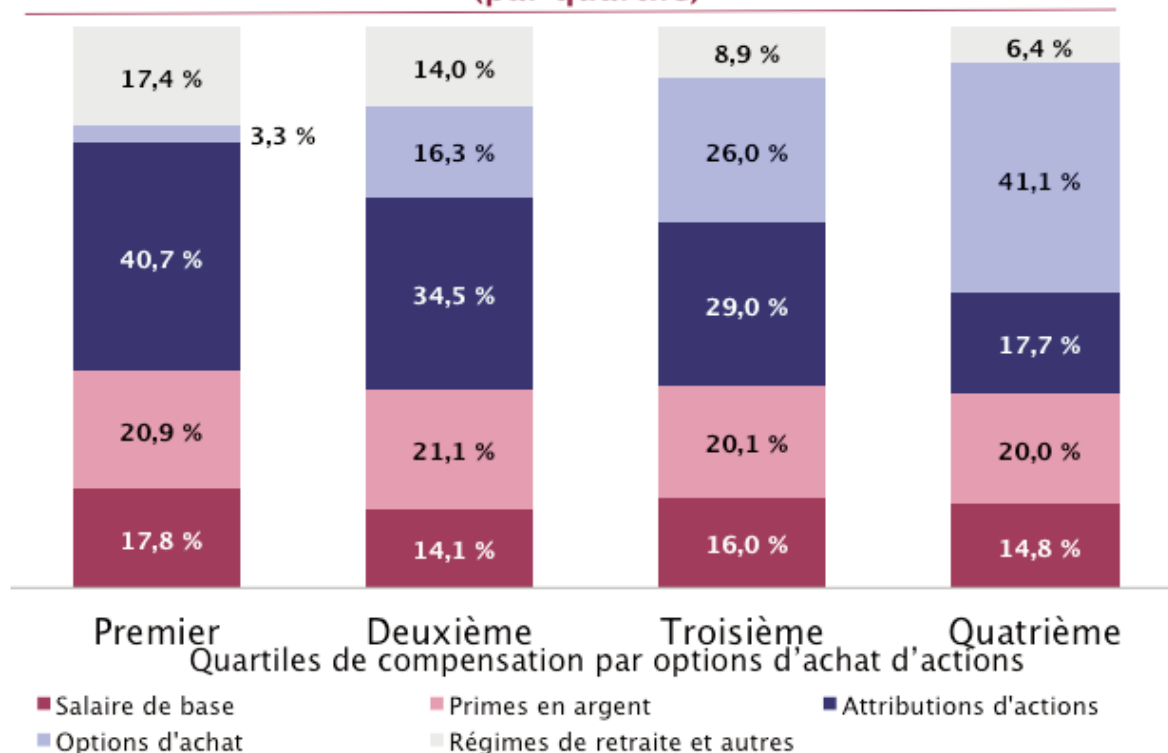
Affichant un air étonné, Hohum hoche la tête et se concentre sur le graphique.

Rémunération sous forme d'options, par quartiles

« Dans le second graphique, nous avons analysé la répartition quantitative résultant de chacune des formules de rémunération chez les entreprises comparables de New Corp. », poursuit Fairpay.

« Nous avons réparti les sociétés par quartiles en fonction de la proportion que représente la compensation en option d'achat d'actions par rapport à la compensation totale. Ces données nous ont permis de découvrir que, chez certaines sociétés, la part de rémunération autre que les primes en argent consiste principalement en attributions d'actions et en régimes de retraite, comme vous le voyez dans la colonne de gauche du graphique, alors que chez d'autres sociétés, dans la colonne de droite, le gros des avantages autres que les primes en argent consiste principalement en des options d'achat d'actions ».

Rémunération des PDG par des options d'achat d'actions (par quartile)



« Hum ! tout ça est bien intéressant, » dit Topnotch en se grattant la tête, « mais que devrions-nous dire au comité de la rémunération concernant la meilleure façon de donner des actions à Newguy ? Lequel de ces quartiles devrait-on choisir ? ».

« J'espérais que vous me posiez cette question. » Répondit Fairpay avec assurance et passant au graphique suivant de sa présentation.

La propriété d'actions ordinaires

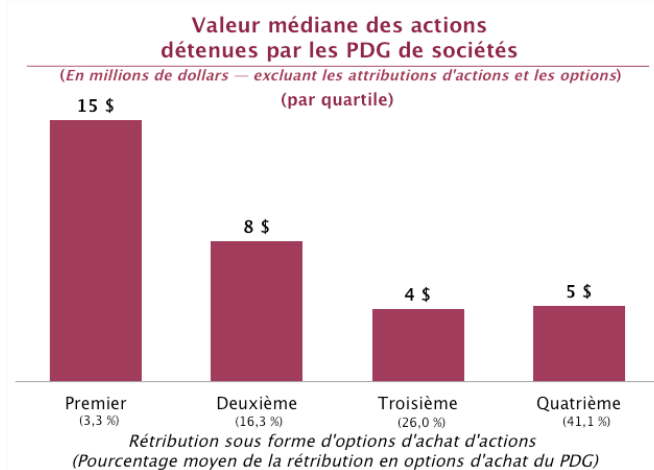
« Un bon comité de la rémunération voudra savoir quelle est la meilleure façon d'amener Newguy à agir comme un propriétaire d'entreprise. La meilleure façon de réaliser cela, c'est de faire en sorte que les PDG possèdent une partie de leur entreprise, » lança Fairpay d'un air confiant tout en pointant à gauche du graphique. « Notre recherche

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

indique que la rémunération au moyen d'options d'achat d'actions est en corrélation inverse avec le niveau d'investissement du PDG dans les actions de son entreprise. Dans le premier quartile, la médiane du montant de l'avoir des chefs de la direction en actions de leur société est de 15 millions de dollars. Ce montant ne représente que la valeur des actions détenues, et exclut la valeur des options et des attributions d'actions ; c'est la propriété véritable d'actions de la société. Nous croyons que la rémunération par options est en corrélation inverse avec la propriété pour la simple raison que les impôts frappant l'exercice des options d'achat incitent les détenteurs à vendre leurs actionsⁱⁱ ».

« Bien sûr, » interjeta Hohum. « Lorsque j'étais chef de la direction, chaque fois que j'exerçais des options, je devais vendre une partie des actions pour acquitter les impôts. Qu'aurais-je pu faire d'autre ? »

« Exactement, » répondit Fairpay. « Nous croyons que les options ne jouent pas bien leur rôle pour encourager les PDG à rester en poste et à faire croître leur avoir dans leurs sociétés. Dans notre étude, les sociétés du premier quartile offrent des régimes de retraite considérablement plus généreux plutôt que des options, ce que nous croyons apte à encourager les chefs d'entreprises à percevoir leur carrière dans une perspective de permanence accrue. »

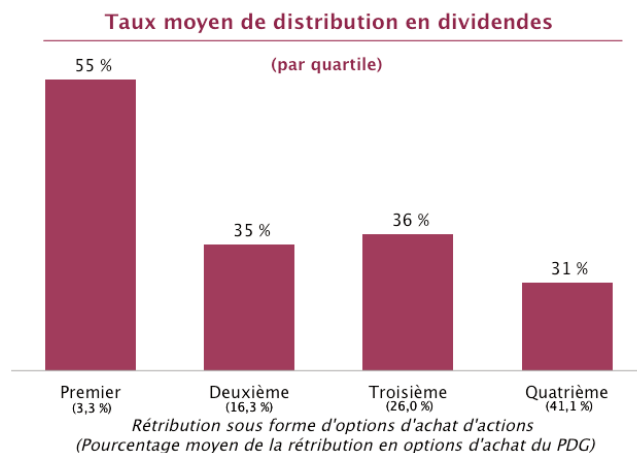


Concordance des intérêts des dirigeants et des actionnaires

À ce point, Fairpay craint que l'attention de ses visiteurs s'estompe. Il entreprend de clore sa présentation avec un dernier graphique.

« Mais pourquoi, » demande-t-il « les actionnaires devraient-ils se soucier de la concordance des intérêts du chef de la direction ? »

Topnotch pouffe alors de rire, percevant cette question comme purement rhétorique, alors que Hohum fixe un regard inquisiteur sur le nouveau graphique.



« C'est parce que cela affecte la répartition du capital, » répond Fairplay. « Un PDG à qui des options d'achat d'actions ont été accordées est de ce fait incité à n'attribuer les ressources de l'entreprise qu'à des activités qui peuvent hausser à court terme le prix des actions ; des rachats d'action par exemple. Tout en reconnaissant que les rachats d'actions peuvent créer une plus-value à long terme bénéficiant aux actionnaires qui continuent à détenir leurs actions, pour être efficaces, les rachats d'actions doivent nécessairement être effectués lorsque le prix des actions est peu élevé. Malheureusement, les options d'achat d'actions des dirigeants incitent ceux-ci à effectuer des rachats du simple fait que la société possède de l'encaisse qu'elle peut affecter à de telles opérations. Paradoxalement, cela peut amener un PDG à faire racheter des actions par sa société alors que le cours du titre est à son sommet en Bourse. »

Après une brève pause pour permettre à Hohum de retrouver le fil de la présentation, Fairpay poursuit. « Par contre, un PDG qui possède des actions de sa société est plus susceptible de verser des dividendes aux actionnaires lorsqu'il n'y a pas de meilleure

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

utilisation du capital. » Pointant le côté gauche du graphique, Fairpay explique que « Les PDG qui possèdent des actions sont également plus susceptibles d'effectuer les investissements à long terme que leurs sociétés doivent faire pour en maintenir les avantages concurrentiels. »

« Certaines attributions d'actions accordent une participation aux dividendes, ce qui accroît la propension de verser des dividendes lorsque les circonstances s'y prêtent. » Fairpay dit enfin, « Vous pouvez voir sur ce dernier graphique que les sociétés du premier quartile versent près de deux fois plus de leurs bénéfices en dividendes que les sociétés du quatrième quartile. »

Percevant que sa présentation était complète, Fairpay referme son cahier de présentation et déclare, « Et si nous parlions maintenant des honoraires de Bonne Gouvernance ? »

Conclusion

Les concepts exposés dans la présentation de Fairpay sont simples, et nous les prenons en compte lorsque nous prenons nos décisions d'investissements. Le thème de la rémunération des PDG nous rappelle une citation de Warren Buffett : « Moins les autres font preuve de prudence dans l'exercice de leurs affaires, plus devons-nous exercer de prudence dans la conduite nos propres affaires. » Bien qu'il soit encourageant que les options ne comptent plus que pour environ un cinquième des régimes de compensation au Canada, nous demeurons circonspects devant l'imprudence de certains comités de rémunération qui proposent encore des mesures incitatives contre-productives à leurs PDG.

En terminant, les principes d'investissement de Burgundy en ce qui concerne la détention d'actions par les PDG, les politiques de répartition d'actifs, et la rémunération touchent les points suivants :

- Nous considérons la quantité d'actions ordinaires détenue par un PDG comme un indicateur de ses bonnes dispositions envers les actionnaires (la possession d'instruments dérivés est sans intérêt). Les PDG qui ont un investissement

important dans leur société ont tendance à considérer les actionnaires comme des partenaires. La détention d'actions révèle également comment les conseils d'administration ont rémunéré leur PDG par le passé et indique depuis combien de temps un PDG investit dans sa carrière et dans le capital de sa société.

- Nous évitons les sociétés qui font un usage outrancier des options d'achat d'actions. Nous croyons que les PDG doivent assumer les mêmes risques et être soumis aux mêmes conjonctures affectant le rendement que les actionnaires, ce qui rend les options d'achat d'actions contre-productives. Les options d'achat d'actions étant néanmoins un outil utile pour attirer des dirigeants talentueux dans certains secteurs, tels que les jeunes sociétés technologiques et la gestion privée d'actifs ; comme Warren Buffett, nous croyons qu'une option sur des actions d'une société établie est plus « une redevance sur le passage du temps » que la propriété d'une partie d'une entreprise.
- Les rachats d'actions n'accroissent la valeur de l'entreprise de façon soutenue pour les actionnaires que dans la mesure où ces rachats sont effectués à un prix inférieur à la valeur intrinsèque des actions. Les PDG ont la responsabilité de maximiser le rendement à long terme pour les actionnaires, en répartissant le capital entre les investissements, les dividendes et le rachat d'actions. En cette matière, les options d'achat d'actions sont contre-productives, car elles tendent à limiter la perspective des dirigeants au seul cours actuel des actions, parfois au détriment d'investissements rationnels et du versement de dividendes.
- Nous préférons les sociétés qui récompensent leur PDG avec des avoirs en actions qui paient des dividendes et qui participent tant aux progrès qu'aux déclinés du cours des actions. La meilleure façon de réaliser cet objectif est de recruter des PDG qui croient en leur société et qui investissent avec enthousiasme l'argent de leurs primes de performance dans des actions de la société. Même si nous préférons les attributions

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

d'actions aux options d'achat d'actions parce que les attributions d'actions comportent une participation aux dividendes et aux baisses du cours des actions, ces attributions ne créent toutefois pas

l'engagement qui résulte d'avoir « sa peau en jeu » comme c'est le cas par l'achat pur et simple d'actions avec son propre avoir.

Cette édition de La Perspective de Burgundy est un texte d'Andrew Iu, notre analyste de placements des petites sociétés canadiennes

i Une autre forme d'attribution d'actions, nommées « attributions d'actions assujetties à des restrictions » consiste à émettre immédiatement des actions qui ne sont transférées à leur bénéficiaire que plus tard, au moment où elles deviennent acquises. Cette forme d'attribution est impopulaire au Canada en raison de son traitement fiscal défavorable.

ii. Antérieurement à 2011, les détenteurs d'options d'achat d'actions devaient personnellement acquitter les impôts lors de l'exercice de leurs options. Depuis 2011, les dispositions fiscales ont transféré cette responsabilité à l'employeur à qui il incombe désormais de percevoir des retenues d'impôt sur les options d'achat d'actions. Dans la pratique courante, l'employé donne généralement instruction à l'employeur de vendre le nombre d'actions nécessaire pour couvrir le passif fiscal ainsi engendré ; autrement, l'employé peut remettre à l'employeur un chèque d'une somme correspondant au passif fiscal. Cette dernière approche peut également inciter l'employé à vendre de ses actions pour effectuer le versement à son employeur.

Notes

L'analyse est basée sur la moyenne des données disponibles sur trois années (2010-2012)

Les dividendes incluent les dividendes réguliers et spéciaux.

Sources

Capital IQ, Bloomberg, rapports des sociétés. Données de marché au 1er mai 2014.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY



**GESTION D'ACTIFS BURGUNDY
A POUR RÔLE DE PROTÉGER ET DE FAIRE
CROÎTRE LE CAPITAL DE SES CLIENTS**

**NOUS NOUS DÉDIONS À RÉALISER DES
RENDEMENTS À LONG TERME SUPÉRIEURS
ET À OFFRIR UN SERVICE EXCEPTIONNEL**



Bay Wellington Tower, Brookfield Place, 181 Bay Street
Bureau 4510, C.P. 778, Toronto, ON M5J 2T3
T: (416) 869-3222
Sans frais: 1 (888) 480-1790
Fax: (416) 869-1700

1501, avenue McGill College
Bureau 2090, Montréal, QC H3A 3M8
T: (514) 844-8091
Sans frais: 1 (877) 844-8091
Fax: (514) 844-7797

info@burgundyasset.com
www.burgundyasset.com