

## MVA / EVA ® : Félix BOGLIOLO

Pour situer correctement ces trois points dans son contexte, il convient de faire d'abord un bref rappel : comment se constitue une entreprise ?

Un premier groupe de personnes, des actionnaires, appelle un deuxième groupe de personnes, des dirigeants, à une table de négociation. Les actionnaires déposent sur cette table une somme d'argent, le capital social. Ils tiennent aux dirigeants le discours suivant : "Faites - nous fructifier cette somme en ... (et suit l'objet social de l'entreprise : par exemple fabriquer des automobiles ...)". Les dirigeants acceptent ce contrat de fait en prenant leurs fonctions .

Une entreprise naît donc d'un mandat de gestion sur les économies des actionnaires confiées à la diligence des dirigeants. Paraphrasant la Genèse, on pourrait écrire à propos de l'entreprise "Au commencement, il y avait le capital."

Ce n'est que postérieurement que ces dirigeants, ainsi dûment mandatés par les actionnaires, vont donner corps à cette entreprise : ils embauchent des employés, ils achèteront des machines, ils achèteront des matières premières, ils produiront, ils vendront, ils encaisseront, ils paieront leurs fournisseurs et leurs employés, ils rémunéreront leurs bailleurs de fonds .

Parmi toutes ces actions que vont prendre les dirigeants pour forger l'entreprise à la tête de laquelle ils ont été placés, il y en a une d'une nature un peu particulière. C'est la décision d'accroissement des fonds mis à la disposition de l'entreprise que ce soit par appropriation des bénéfices ou par endettement. Force est de constater que *de jure* comme *de facto*, les dirigeants ont une très (trop ?) grande délégation des actionnaires dans ces domaines. D'une entreprise à l'autre, ou pour une même entreprise d'une année à l'autre, on constate donc des politiques d'appropriation des bénéfices (ou son contraire de distribution de dividendes) ou des politiques d'endettement très diverses .

Il existe des sociétés qui ne distribuent aucun dividende pendant des années bien qu'elles soient florissantes. Il existe des sociétés qui se portent assez mal bien qu'elles ne soient pas endettées. C'est parce que les actionnaires sont conscients de ces possibilités diverses qu'ils laissent cette grande délégation à leurs mandataires .

En effet, il s'agit d'une décision de gestion. Or les actionnaires ne jugent la gestion de leurs dirigeants que par les résultats. Ils n'interviennent pas dans la gestion de leurs entreprises. Il s'agit d'une décision finalement secondaire si la base contractuelle du mandat est bien respectée : les sommes confiées en gestion sont-elles fructifiées correctement ? Or les fruits de la gestion des dirigeants proviennent de l'actif du bilan de l'entreprise et non de son passif .

La décision primordiale dans une entreprise est donc bien sa décision d'investissement. C'est donc la tâche essentielle de tout dirigeant que de veiller à ce que ses investissements soient suffisamment rentables. Ainsi et seulement ainsi, sera-t-il en mesure de rendre des comptes satisfaisants à ses mandants.

C'est pourquoi il convient d'insister particulièrement sur la nature du mandat confié aux dirigeants d'entreprise par les actionnaires, conçus en tant qu'ensemble. En effet, le seul critère sur lequel il sera possible d'atteindre un consensus au sein de l'ensemble des mandants - actionnaires est nécessairement un critère rationnel : celui de l'enrichissement.

Or, contrairement à ce que pensent bien des dirigeants d'entreprises, les actionnaires ont les idées très claires sur leur objectif. Ils savent bien que leur intérêt bien compris pour atteindre durablement cette rentabilité, requiert de leurs dirigeants une vision à long terme et non des résultats à court terme. Il leur faut des entreprises performantes au bon sens du terme ; non pas des entreprises performantes seulement en apparence, selon certains critères secondaires ou subjectifs ; non pas des entreprises où cette apparence de performance est acquise à crédit parce qu'elle n'est pas assise sur une véritable performance économique.

Pour le facteur de production "travail", il existe, dans certains pays, une rémunération minimum, dénommée SMIC en France, qu'elle soit située ou non à un niveau de misère comme le laisse accroire votre éditorialiste.

D'ailleurs lorsque j'emploie cette expression, je me réfère plus à un salaire de marché qu'au salaire minimum légal. C'est-à-dire un salaire qui rémunère correctement la quantité et la qualité du travail fourni par le travailleur considéré compte tenu de l'utilité sociale qui en découle. Ce salaire peut donc varier en fonction de considérations d'ordre hiérarchique, sectoriel ou géographique (dans les pays de l'Est, certaines professions peu considérées en France étaient plus rémunérées que certaines autres professions très considérées en France), de la santé de l'employeur ou de conditions économiques générales (croître pendant les "trente glorieuses" ou se contracter en période de crise).

N'importe qui est toujours plutôt intéressé à gagner plus que moins, toutes choses égales par ailleurs (et notamment les aspects non-monétaires adjacents). Gagner son salaire de marché est bien, gagner moins est décevant, gagner plus est encore mieux. N'importe qui cherchera à gagner plus, si cela est en son pouvoir ou ses capacités (notamment en travaillant plus et mieux). Voilà pourquoi tant de publications réalisent des études annuelles sur ce thème. En quoi cela serait-il immoral que de vouloir gagner plus, si cette rémunération est librement négociée avec des tiers de façon transparente sur des critères rationnels ?

Pour le facteur de production "capital", une telle rémunération minimum existe aussi dans des conditions semblables. En termes académiques, on l'appelle "coût du capital". Il dépend de considérations économiques générales, sectorielles et particulières à l'entreprise. Les actionnaires le connaissent bien. N'est-ce pas la meilleure défense possible de l'épargne que d'insister sur ce point ?

Si une entreprise donnée ne gagne "que" son coût du capital, c'est bien : elle a accompli l'objectif fixé par ses actionnaires. Quoi de plus normal dans ce contexte que ses dirigeants obtiennent "seulement" une rémunération normale ? Si l'entreprise n'atteint pas cet objectif de rentabilité minimum, et particulièrement si elle ne l'atteint pas de façon répétée, les actionnaires en seront déçus. C'est normal car leurs espoirs de gain insatisfaits dans cette entreprise auraient pu l'être dans telle autre entreprise. Quoi de plus normal alors, que ces dirigeants "fautifs" soient pénalisés par une moindre rémunération, en ligne avec celle que leur "mauvaise" gestion a imposée à leurs mandants ?

Ceci étant, il est normal qu'une entreprise fasse son possible pour gagner plus que son coût du capital. Si elle y arrive et notamment de façon répétée, quoi de plus normal encore que ces dirigeants "méritants" obtiennent une rémunération extraordinaire, ici encore en ligne avec celle dont leur "excellente" gestion a gratifié leurs mandants ?

Pour ce faire, une entreprise a-t-elle besoin d'être monopolistique ? Si on regarde les premiers dix classements américains ou français, il est difficile de croire que ces sociétés bénéficient d'un quelconque monopole de droit ou de fait. Prenons Coca-Cola aux Etats-Unis : n'est-on pas libre de boire une boisson de n'importe quel autre type (et il y en a de très nombreux) plutôt qu'une boisson au goût de cola ? ; n'est-on pas libre de boire du Pepsi ou des marques de distributeurs par exemple plutôt que du Coca ? Prenons Canal+ en France : n'est-on pas libre de lire plutôt que de regarder la télévision ? ; n'est-on pas libre de regarder n'importe quelle autre chaîne gratuite hertzienne, par satellite, ou par câble plutôt que de s'abonner à Canal+ ? Pourtant ces sociétés dégagent très régulièrement une rentabilité nettement supérieure à leur coût du capital .