

# AUGMENTER LA VALEUR DES ENTREPRISES PAR DES REMUNERATIONS INCITATIVES

## Félix BOGLIOLO

Chaque grève nous fait redécouvrir cette évidence : une entreprise ne peut produire sans Travail. Réciproquement, paraphrasant le fameux 'qui t'a fait roi ?', le Capital interpelle parfois certains grévistes 'qui vous fournit du travail ?'. Capital et Travail peuvent s'invectiver longtemps encore de manière stérile de part et d'autre d'un fossé culturel. Ils peuvent aussi s'asseoir à la table de négociation et trouver un accord en termes de 'participation du Travail aux fruits du Capital'.

J'essaierai de poser les bases économiques d'une telle discussion. Au gouvernement, d'apporter le cadre légal ou réglementaire adéquat ou encore les incitations fiscales ou sociales pertinentes ! Si tant est qu'elles soient nécessaires.

J'essaierai de centrer cet article sur le cas qui constitue l'essentiel du lectorat de cette revue. C'est-à-dire des moyennes entreprises, encore détenues, si ce n'est totalement, du moins très majoritairement, par une personne physique unique ou un groupe de personnes physiques. Ce groupe est souvent issu d'une même famille, généralement à l'origine de l'entreprise. Parfois, ce groupe est à la tête de l'entreprise depuis plusieurs générations. Cette personne physique unique ou un représentant du groupe de personnes physiques est, à peu près systématiquement, à la tête de l'entreprise. Pour simplifier j'écrirai que cette personne est le PDG. Il est le représentant du Capital.

Pour une telle entreprise, la perspective d'une association avec un investisseur financier n'est peut-être pas à l'ordre du jour. Celle d'une introduction en Bourse est encore plus lointaine.

J'exclus de prime abord un cas tout à fait possible en théorie, mais heureusement assez rare dans la pratique. Ce PDG est l'unique actionnaire de l'entreprise ET il n'est pas rationnel, c'est-à-dire qu'il préfère être pauvre plutôt que riche et donc cela lui est totalement indifférent que son entreprise vaille plus ou moins. De plus comme il est le seul actionnaire, il n'a de compte à rendre à personne d'autre que lui-même ; il est donc véritablement libre de gérer son entreprise dans le sens qu'il désire. Ces hypothèses sont très fortes. Car si ce PDG était rationnel tout en n'étant pas intéressé par les biens de ce monde, il devrait quand même souhaiter que son entreprise vaille plutôt plus afin d'être en mesure de faire des dons plus importants à des œuvres caritatives.

Je me concentrerai donc exclusivement sur tous les autres cas : le PDG n'est pas le seul actionnaire, même s'il est largement majoritaire OU le PDG est rationnel. Dans tous ces autres cas, la notion de valeur de l'entreprise doit être une préoccupation importante de ce PDG. En effet dans le système économique qui est le nôtre, la rationalité économique est qu'une personne préfère être plus riche que moins riche. Par ailleurs, s'il n'est pas l'actionnaire exclusif de l'entreprise, ce PDG doit rendre des comptes à ses minoritaires qui lui ont confié en gestion une partie de leur épargne et dont il est de fait 'l'employé'. La probabilité est très grande pour que l'un au moins de ces actionnaires minoritaires soit rationnel et que celui-là exige que l'entreprise crée de la valeur.

Combien de fois ai-je rencontré des PDG qui, à l'approche de l'hiver de leur vie, voulaient céder leur entreprise ? Ceux-ci constataient alors, avec une grande amertume, que l'objet de toutes leurs attentions ne valait en fait pas grand-chose. <<J'ai pourtant travaillé dur pendant toute ma vie, du lever au coucher du soleil le plus souvent, etc..>> me disaient-ils. Je leur répondais : <<Certes oui, mais pas dans la bonne direction. Les objectifs que vous poursuiviez n'avaient manifestement qu'une très faible corrélation avec la valeur !>>.

Combien de fois, aussi, ai-je rencontré des PDG qui, à la fin de l'été de leur vie, commençaient à se poser la question de comment ils allaient 'passer le relais' ? Leur réticence face à cette évolution majeure se fondait sur grand nombre de raisons. Mais, en fait, bon nombre d'entre elles pourraient se résumer ainsi : manque de confiance dans le fait que la gestion du nouveau venu aille réellement dans la bonne direction, et tout particulièrement dans le sens d'une juste création de valeur.

Admettons (la démonstration de ce point allongerait inutilement cet article, voilà pourquoi elle sera l'objet d'un article à paraître prochainement dans cette même revue), admettons donc qu'il existe un critère de mesure de la performance interne d'une entreprise qui constitue un bon élément d'explication de la valeur de marché de cette entreprise. Ce critère est appelé *residual income* depuis plus de trente ans outre-Atlantique dans les livres de Finance ; de ce côté-ci, on parle de résultat économique. Le magazine L'Expansion l'a rendu populaire à trois reprises ces dernières années (le 7 novembre 1996 pour la publication la plus récente) à l'occasion d'un classement réalisé en liaison avec le cabinet américain Stern Stewart qui a déposé la marque EVA® pour *Economic Value Added*. Le lecteur impatient qui ne pourrait attendre la prochaine publication de tous les détails trouvera en annexe comment calculer très succinctement ce critère. Ce résultat économique est la mesure de performance interne à l'entreprise qui est la plus corrélée à la valeur de cette même entreprise.

La logique voudrait alors que ce PDG gère son entreprise de manière à maximiser ce résultat économique afin de maximiser la valeur de son entreprise pour le plus grand bénéfice du Capital. Ce PDG devrait donc calculer ce résultat économique de manière très décentralisée pour arriver à des chiffres 'parlants' pour les cadres et le personnel qui constitue le facteur de production Travail de son entreprise. Ce PDG devrait ensuite indiquer à ce même Travail quelles décisions concrètes celui-ci peut prendre pour augmenter en permanence ce résultat économique et pour cela il mettra en place l'information ou la formation pertinente. Enfin, ce PDG devrait rémunérer le dit Travail d'une manière essentiellement variable sur la base des améliorations obtenues sur ce résultat économique.

Quand j'écris décisions concrètes, je pense vraiment à tout type de décision depuis la plus simple qu'un employé peut avoir à prendre plusieurs fois par jour à son niveau opérationnel jusqu'à la plus complexe que les cadres supérieurs n'auront à prendre qu'une fois par an à leur niveau stratégique : investissement interne ou croissance externe.

Ce PDG devrait aussi obtenir de son Conseil d'Administration d'être lui-même rémunéré de cette manière dans les cas où il n'est pas l'actionnaire unique puisqu'il a, vis-à-vis de ses actionnaires tiers, une position 'd'employé'. Il est particulièrement important de distinguer sa rémunération en tant qu'employé et sa rémunération en tant qu'actionnaire au prorata de son investissement.

Or tel n'est pas le cas maintenant. Tout travailleur a en effet droit à un 'salaire minimum garanti', de l'ouvrier ou de l'employé aux cadres même supérieurs. Certains pays essentiellement riches déterminent légalement un tel minimum, nommé SMIC en France. Mais lorsque j'écris 'salaire minimum garanti' (en bref 'salaire'), je me réfère moins à l'aspect légal qu'à une notion de marché : un montant fixe de base relié 'correctement' (du moins espérons-le) à la qualité du travail fourni par le travailleur, compte tenu de l'utilité sociale qui en découle. Pour tel travailleur, ce salaire sera le SMIC légal, mais, pour tel autre, il sera de 50.000 F mensuels voire plus.

Ce salaire peut donc varier selon des considérations d'ordre hiérarchique ou de responsabilité, sectoriel ou géographique, ou de tout autre ordre. Ces éléments sont tels que ce salaire ne devrait guère être révisé ni à la hausse ni à la baisse puisqu'il n'est lié qu'à la nature du travail effectué. Pourtant, on constate le plus souvent des rémunérations à l'ancienneté ou des augmentations générales ou d'autres types encore qui n'ont de toute évidence aucun fondement économique.

Cependant n'importe qui est toujours intéressé à gagner plus plutôt que moins, toutes choses égales par ailleurs (notamment la quantité de travail fourni ou la qualité de ce travail). N'importe qui cherchera à gagner plus, si cela est en son pouvoir ou ses capacités, en travaillant mieux. En quoi cela serait-il immoral, si ce gain est négocié de façon transparente sur des critères économiques rationnels ? Notre PDG devrait donc répondre favorablement à ce genre d'aspirations.

La théorie financière est là pour nous enseigner qu'une telle augmentation de rémunération doit nécessairement s'accompagner d'un accroissement de son risque ou de sa volatilité. C'est pour cela que le salaire est relativement bas car il est prioritaire et donc garanti. Pour augmenter, les rémunérations doivent impérativement devenir variables.

Quelle considération pourrait justifier et servir de base à un accroissement de rémunération du Travail si tous les éléments de son utilité sociale ont déjà été correctement évalués par le salaire ? Il ne peut s'agir que de la performance du Capital ! C'est la seule que ce dernier accepterait. En tant que représentant du Capital, le PDG doit s'en tenir à ce raisonnement.

Or que constate-t-on dans la pratique ? Les systèmes de rémunération actuels présentent cinq inconvénients majeurs :

1. il n'existe pas de part variable ou très peu par rapport à une part fixe qui constitue donc l'essentiel et même souvent la totalité de la rémunération.
2. la part variable est fonction du niveau de réalisation d'objectifs budgétaires négociés. Il en résulte une perte de temps et d'énergie importantes dans des négociations stériles puisqu'elles sont internes à l'entreprise.
3. cette part variable, quand elle existe, est limitée à la hausse. La performance donnant la part variable maximum ne sera pas dépassée puisque le surcroît de succès ne serait pas rémunéré.
4. cette part variable est aussi limitée à la baisse. C'est-à-dire que si la performance nécessaire à l'obtention de la part variable minimum ne va pas être atteinte, les personnes concernées auront intérêt et donc tendance à 'charger la barque' : de toutes les façons leur bonus est perdu et elles ne sont pas pénalisées pour une mauvaise performance.
5. les critères servant de base à la détermination de cette part variable ne sont pas nécessairement pertinents du point de vue de la création de valeur pour l'entreprise.

Pour pallier tous ces inconvénients, il faut que le résultat économique de l'entreprise, évoqué précédemment, serve de base à la variabilité de la rémunération du Travail en sus du salaire. Le résultat économique est celui qui, à la différence du résultat comptable, incorpore le salaire des deux facteurs de production, y compris celui du Capital. Et tout le Capital, non seulement le Capital sous forme de dettes financières dont on connaît assez bien la rémunération sous forme d'intérêts, mais aussi le Capital sous forme de fonds propres dont la juste rémunération est trop souvent méconnue.

En effet, tout investisseur a aussi droit à un 'salaire'. Pour n'être pas explicite, ce salaire du Capital n'en existe pas moins. Les marchés financiers le rappellent.

En termes académiques, ce salaire s'appelle 'coût du capital'. Il dépend du niveau général des taux d'intérêt (rémunération du temps) auquel s'ajoute une prime (rémunération du risque de l'investissement considéré : secteur et entreprise). Quelles que soient les discussions byzantines qui opposent les universitaires sur la manière de l'évaluer au mieux, la pratique montre qu'une estimation raisonnable peut être déterminée de façon relativement aisée.

Si une entreprise donnée gagne son coût du capital, elle a accompli l'objectif de son Capital. Celui-ci aura gagné son salaire. Le Travail aussi. Le résultat économique sera à l'équilibre.

Si une entreprise n'atteint pas cet objectif de rentabilité minimum, et particulièrement si elle ne l'atteint pas de façon répétée, son Capital en sera déçu. C'est normal car son espoir de gain, insatisfait dans cette entreprise, aurait pu l'être dans une autre. Il ira s'investir ailleurs et les capacités de croissance de cette entreprise s'en trouveront bloquées. Il n'aura même pas gagné son salaire. Le Travail aura pourtant bien gagné son salaire préalablement. Le résultat économique sera en perte. C'est pour cela que le salaire du Capital est élevé car il n'est pas garanti.

Si une entreprise arrive à gagner plus que son coût du capital et notamment de façon répétée, son Capital sera satisfait. Il apportera facilement plus de moyens à cette entreprise qui pourra se développer d'autant plus vite. L'entreprise est en profit économique. C'est cette possibilité qui incite à prendre le risque d'un investissement. Le Capital pourra bénéficier d'une rémunération supérieure à son salaire.

Dans son intérêt bien compris, c'est-à-dire dans l'optique d'une valorisation maximale de l'entreprise à tout instant, le Capital doit alors élargir au Travail l'avantage de cette rémunération supérieure au salaire, et ce de façon généreuse. Le Capital devrait donc inciter (ou à tout le moins autoriser) le PDG à mettre en place des systèmes de gestion de cette nature, c'est-à-dire incluant des systèmes de rémunération incitatifs comprenant une part variable calculée sur la base du résultat économique.

Le débat sur la rémunération du Travail (tout particulièrement celle des dirigeants) ne prendra un sens qu'en le situant dans le contexte d'une rémunération totale constituée d'un salaire minimum fixe plus une participation variable au résultat économique positif de l'entreprise et/ou à une amélioration de ce résultat. Les rémunérations peuvent et doivent augmenter, pas les salaires.

A un résultat économique à l'équilibre ou à résultat constant, la rémunération totale du Travail égale le salaire. En cas de profit économique ou d'amélioration du résultat, une participation généreuse doit être mise en place. La contrepartie doit être que cette participation généreuse peut être différée pour amortir une perte économique ou une détérioration du résultat.

Rémunérer le Travail ainsi fait converger ses intérêts et ceux du Capital. Cela instaure une nouvelle Mentalité qui incite les dirigeants et le personnel à penser (aspect Mesure), à agir (aspect Management) et à être payés (aspect Motivation) en propriétaires des entreprises qu'ils gèrent. D'où la tranquillité d'esprit que de telles méthodes procurent à des PDG souhaitant passer le relais.

Par ailleurs, l'entreprise bénéficie d'une régulation automatique de sa masse salariale par les prix et a donc moins besoin de recourir à une régulation via des licenciements. De manière assez paradoxale, une réflexion sur la juste rémunération du Capital débouche sur des conséquences concrètes très favorables au Travail. On a d'ailleurs constaté, à un niveau macro-économique, que le taux de chômage était le plus bas dans les pays qui rémunèrent le plus le Capital.

Le résultat économique d'une entreprise décomposé par usine ou service permet d'analyser encore plus finement sa performance. Ainsi, l'indicateur de performance utilisé se rapproche de la responsabilité des bénéficiaires, cadres ou personnel, pour générer des rémunérations plus incitatives et individualisées. Il est important d'enrôler dans un tel système la totalité de l'entreprise, c'est-à-dire la totalité de ses cadres et de son personnel, même si cela doit se faire très progressivement. En effet, la sagesse populaire veut que 'les petits ruisseaux fassent les grandes rivières'. L'amélioration de performance économique sera d'autant plus grande que le maximum de personnes se sentiront concernées, en particulier parce qu'elles seront motivées par des rémunérations incitatives.

Un tel système permet de revenir à la philosophie d'origine de la participation des travailleurs aux fruits de l'expansion de leur entreprise. La formule légale actuelle comporte cependant des paramètres qui manquent de pertinence. Ces aspects sont éliminés ici : le véritable résultat économique est cerné au plus près ; le coût du capital correspond aux conditions réelles du moment, du secteur et de l'entreprise ; la clé de répartition est le résultat de la libre négociation des acteurs en présence en fonction de la culture de l'entreprise ; les montants ne sont pas limités. La participation ainsi conçue autorise des avancées sociales en les fondant sur la performance économique.

Ce système de rémunérations vérifie cinq propriétés qui lui assurent son efficacité, c'est-à-dire qu'il débouchera sur des actions économiquement performantes :

- objectivité : le système se fonde sur une formule adaptée à la culture de chaque entreprise ;
- simplicité : une formation adéquate de tous les bénéficiaires assure leur compréhension ;
- substance : les rémunérations atteintes sont supérieures au marché pour compenser le risque accru ;
- justice : la rémunération de chacun est liée à la performance économique sous sa responsabilité ;
- durée : la formule est calibrée avec attention au départ pour traverser tout type de situation.

De toutes ces propriétés, je souhaite insister plus particulièrement sur la substance. J'ai écrit à plusieurs reprises aussi précédemment 'système généreux'. J'aime à ce propos rappeler un aphorisme américain un peu familier mais qui dit bien ce qu'il veut dire : <<*If you give peanuts, you get monkeys.*>> Quel PDG voudrait d'un tel type de personnel ou de cadre dans son entreprise ? Avec un système de rémunération comme celui que je propose, atteindre des niveaux élevés de rémunération ne pose pas de problème. En effet, il ne s'agit pas d'un coût mais d'une répartition des résultats d'une performance économique qui assure au préalable une juste rémunération au Capital.

Je suggère aux PDG français de pratiquer ce genre de méthode. Des centaines d'entreprises dans le monde (et aussi des services publics : hôpitaux, postes, ...) peuvent témoigner de la rapidité d'obtention des avantages procurés par un système reposant sur de tels concepts : une valorisation accrue et des rémunérations en hausse en raison d'une performance économique excellente.

Et si d'aventure, l'excellence d'une telle performance économique amenait le PDG et ses actionnaires à se poser la question de l'entrée d'un investisseur financier dans le tour de table ou celle de l'introduction en Bourse, ces événements se réaliseraient dans les meilleures conditions. Excellentes quantitativement : de plus en plus d'investisseurs s'intéressent aux entreprises qui se préoccupent de ce genre de performance économique. Excellentes qualitativement aussi: cet accès au marché financier se fait au meilleur prix.

L'immense majorité des sociétés qui appliquent ce genre de méthode deviennent les 'coqueluches' des analystes financiers dont beaucoup effectuent leurs recommandations ainsi.

Avec son accès au marché financier amélioré et accru, l'entreprise concernée peut alors entreprendre plus de projets et des projets plus importants : que ce soit de la croissance interne ou externe, que ce soit des investissements matériels ou incorporels (R&D). Or ces projets seront eux-mêmes porteurs d'avenir. Une boucle de croissance vertueuse est ainsi amorcée.

Dans un tel contexte d'excellence de la performance économique, la notion de dilution du capital et donc de contrôle sur le capital social ne se pose plus. La performance économique assure de manière radicale l'inutilité de toute action extérieure à l'entreprise, que ce soit en Assemblée ou en Conseil. En effet, de toutes les mesures anti-prise de contrôle possibles, la seule véritablement et durablement efficace est la création de richesse. Pourquoi, en effet, changer une équipe qui gagne ?

## ANNEXE

## RESUME DU CALCUL DU RESULTAT ECONOMIQUE

Résultat économique = Résultat Opérationnel - Charge d'utilisation de l'Actif Economique

Résultat Opérationnel = Produits d'exploitation - Charges d'exploitation - Impôts d'exploitation  
(c'est-à-dire avant éléments financiers et/ou exceptionnels et leur part d'impôt afférente)

Charge d'utilisation de l'Actif Economique = Coût du Capital x Actif Economique

Coût du Capital = coût moyen pondéré de toutes les sources de financement : actions et dettes financières à leur coût après impôt respectif.

Actif Economique = Immobilisations + Besoin en Fonds de Roulement (vu de l'Actif ou des emplois)  
= Actions + Dettes financières (vu du Passif ou des ressources)

Tant les Produits ou Charges d'exploitation que l'Actif Economique sont déduits des états financiers après un certain nombre de retraitements qui permettent de donner une vision plus économique de la réalité de l'entreprise et correspondant mieux aux préoccupations des investisseurs ayant apporté leur épargne à l'entreprise.

La Valeur de marché de l'entreprise se déduit par la formule suivante :

Valeur = Actif Economique + Valeur présente des Résultats Economiques futurs actualisés au Coût du Capital