

POUR UNE RESPONSABILISATION ACCRUE DES DIRIGEANTS !

Félix BOGLIOLO

Dès ses premiers pas en Economie, tout étudiant de cette noble science apprend comment se constitue et vit une entreprise.

Des investisseurs ont confié leur épargne en gestion à des dirigeants afin que ces derniers l'investissent dans des projets offrant des perspectives intéressantes pour les premiers. Ce n'est qu'à cette condition que les premiers ont accepté de courir le risque de se désaisir de leur épargne.

Cette définition d'une entreprise expose clairement la relation de mandat existant entre des mandants-investisseurs et des mandataires-dirigeants. L'objet du mandat est la gestion par ces derniers de l'épargne des premiers. Le but du mandat est de faire fructifier cette épargne. Tout mandataire devant rendre des comptes à ses mandants, les dirigeants doivent donc expliquer quelle a été la création de richesse qu'ils ont ajoutée aux capitaux qui leur ont été confiés en gestion par les investisseurs. Tout mandant ayant légitimement le droit de contrôler ses mandataires et ayant naturellement le désir de le faire, les investisseurs veulent donc mesurer la création de richesse apportée par 'leurs' dirigeants.

La notion de création de richesse et la quête de la valeur en découlant, ne résultent pas d'un quelconque choix politique ou philosophique au terme d'un débat empreint de manichéisme. La quête de la valeur est seulement et tout simplement inhérente à la notion même d'entreprise, à la manière dont celle-ci est constituée, à la nature et aux objectifs des parties présidant à sa constitution, aux fondements du contrat prévalant à sa constitution.

Pour que cette quête de la valeur ne soit pas vaine, la 'bonne' mentalité doit donc être présente chez les dirigeants : ils doivent penser, agir et être rémunérés comme les propriétaires de l'entreprise qu'ils gèrent (par opposition à une mentalité de locataires). Seule une telle mentalité crée la nécessaire convergence d'intérêts entre les dirigeants d'une part et les investisseurs d'autre part. Les conflits d'intérêts, inhérents à toute situation de mandat, entre les mandants et les mandataires, ne peuvent être gommés qu'à cette condition.

Or une rémunération incitative constitue un élément essentiel de la motivation des dirigeants d'une entreprise et un élément propre à susciter cette mentalité. S'ils vont être mesurés selon la création de richesse apportée à leurs investisseurs, s'ils doivent donc avoir cette mesure de performance présente en permanence à leur esprit et donc gérer l'entreprise à la tête de laquelle ils ont été placés afin de la maximiser, quoi de plus logique qu'ils soient aussi rémunérés sur la base de cette même mesure ? Sinon, on court le risque de les rendre schizophrènes.

La théorie de la Finance a prouvé depuis plus de trente ans qu'il existe un critère de performance interne à une entreprise qui constitue un bon élément d'explication de la valeur de marché de cette entreprise. Ce critère est appelé *residual income* 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 No 536 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*. 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 veut alors que les dirigeants gèrent l'entreprise de manière à maximiser ce résultat économique afin de maximiser la valeur de l'entreprise. Les dirigeants doivent donc être rémunérés d'une manière essentiellement variable sur la base des améliorations obtenues sur ce résultat économique.

Or tel n'est pas le cas maintenant. Les dirigeants sont en effet essentiellement payés en fonction d'un 'salaire minimum garanti' (une sorte de SMIC, toute proportion gardée, incluant quantités d'avantages non monétaires). Mais lorsque j'écris 'salaire minimum garanti' (en bref 'salaire'), je ne me réfère pas à un quelconque aspect légal mais plutôt à une notion de marché : un montant fixe de base relié 'correctement' (du moins espérons-le) à la nature du travail effectué par le dirigeant concerné, c'est-à-dire compte tenu d'éléments de concurrence sur le marché du travail des dirigeants. Bien souvent cette nature du travail effectué par le dirigeant sera évaluée en fonction de critères de taille : chiffre d'affaires, nombre d'employés, nombre de filiales et de leur implantation internationale (Cf. les publications de la presse économique - notamment les enquêtes annuelles de L'Expansion - souvent réalisées en liaison avec des consultants en ressources humaines tels que Hay ou Hewitt). Ainsi crée-t-on une incitation pernicieuse à la course à la taille comme un but en soi.

Ces éléments sont tels que ce salaire n'est guère révisable ni à la hausse ni à la baisse puisqu'il n'est lié qu'à la nature du travail effectué. Cependant n'importe qui est toujours intéressé à gagner plus plutôt que moins, toutes choses égales par ailleurs. 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 ? Les investisseurs devraient donc répondre favorablement à ce genre d'aspirations en provenance de 'leurs' dirigeants.

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 ne peut être que relativement bas car il est garanti. Pour augmenter, les rémunérations doivent impérativement devenir variables.

Quelle considération pourrait justifier et servir de base à un accroissement de rémunération du dirigeant si toutes ses caractéristiques ont déjà été correctement évaluées par le salaire ? Il ne peut s'agir que de la performance économique de l'entreprise ! C'est en effet la seule considération que les investisseurs accepteraient. En tant que mandataire des investisseurs, tout dirigeant doit accepter ce raisonnement.

Or que constate-t-on dans la pratique ? Hormis les systèmes de stocks-options analysés plus loin dans cet article, les systèmes de rémunération actuels de la plupart des dirigeants présentent souvent 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 ou comptables négociés. Il en résulte une perte de temps et d'énergie importante dans des négociations stériles puisqu'elles sont internes à l'entreprise (y compris le conseil d'administration).
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 dirigeants concernés auront intérêt et donc tendance à 'charger la barque' : de toutes les façons leur bonus est perdu et ils ne sont pas pénalisés pour une mauvaise performance. Ceci est particulièrement vrai en cas de changement de dirigeant qui aura obtenu en tout état de cause une prime de bienvenue pour le décider à quitter son ancien poste. Une telle pratique facilite d'autant l'obtention de résultats meilleurs les années futures.
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 l'augmentation variable de la rémunération des dirigeants au-delà du salaire.

Le débat sur la rémunération 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 importante participation variable au résultat économique de l'entreprise quand il est positif et/ou à une amélioration de ce résultat quel que soit son signe. Les rémunérations des dirigeants peuvent et doivent augmenter, pas leurs salaires. Leurs salaires devraient peut-être même baisser.

Ce système de rémunération 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 : tout dirigeant est habitué à un 'intéressement aux bénéfices' ;
- 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'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 investisseur voudrait d'un tel type de dirigeant dans 'son' entreprise ? Il convient donc d'atteindre des niveaux élevés de rémunération. Avec un système de rémunération comme celui que je propose, ceci ne pose pas de problème. En effet, il ne s'agit pas d'un coût mais d'une répartition variable des résultats d'une performance économique qui assure au préalable une juste rémunération fixe aux investisseurs. A propos d'un tel système, le meilleur qualificatif n'est pas bonus ou prime, ni même rémunération variable incitative, ni encore participation ou intéressement au résultat, mais plutôt participation ou intéressement à la création de richesse. Un tel système est financé par les investisseurs comme une fraction de la création de richesse qui leur a été apportée par le dirigeant concerné.

La quête de la valeur permet donc d'appliquer aux dirigeants la philosophie d'origine de la participation des travailleurs aux fruits de l'expansion de leur entreprise. La quête de la valeur autorise ainsi des avancées en matière de rémunérations élevées, justifiées par la performance économique.

Une rémunération mensuelle de 1MF ne sera peut-être pas suffisante pour motiver comme il le mérite un PDG qui aura créé de la richesse par milliards de francs. Par contre, même 500KF annuels seront toujours trop pour celui qui aura systématiquement fait perdre ses investisseurs. Ce qui est donc en cause, ce n'est pas le niveau absolu des rémunérations des dirigeants mais la logique de leur fixation et en particulier la cohérence de celle-ci avec la performance économique de l'entreprise. C'est-à-dire leur détermination logique pour rémunérer les mandataires de mandants dans une relation de mandat.

Pour compléter un tel système, il faut que les bonus exceptionnels soient reportés afin de permettre l'imputation d'éventuels malus. Pour cela, un système de 'compte bancaire fictif' peut être utilisé. On fait alors la différence entre le bonus déclaré et le bonus payé qui représente une fraction du solde créditeur du compte, le solde du compte étant reporté à l'année suivante (Cf. exemple ci-après) Les rémunérations versées les bonnes années peuvent être perdues à cause de contre-performances ultérieures. Les dirigeants ont ainsi un profil de risque semblable à celui des investisseurs. Ainsi, comme les dirigeants ne souhaitent pas être personnellement pénalisés par ces malus, une sorte de cliquet se met en place, la performance s'améliore et ne se détériore plus : les phases négatives des cycles sont absorbées ; seules les améliorations de performance susceptibles d'être soutenues dans le temps sont réalisées. De plus, les bons éléments sont retenus par les 'menottes dorées' constituées par le solde créditeur du compte de la personne concernée. Ce système introduit un lissage des rémunérations qui allie pour le dirigeant concerné la stabilité de son niveau de vie et la variabilité de sa rémunération globale.

TABLEAU 2

Un tel système instille une vision à long terme très pertinente pour les entreprises. En effet le bonus déclaré d'une année donnée n'est payé à 90% que sur les 6 années suivantes (Cf. exemple ci-après).

TABLEAU 3

La motivation ainsi obtenue chez les dirigeants, l'assurance ainsi offerte aux investisseurs de la bonne mentalité de 'leurs' dirigeants garantissent l'excellence de la performance économique. De fait, les nombreuses entreprises ayant adopté la méthodologie de la quête de la valeur ont vu leurs performances s'améliorer de façon spectaculaire et cela s'est traduit par une sur-performance de leur cours boursier très importante.

En dépit de la croyance généralement répandue, les stock-options ne répondent pas à la préoccupation de motivation des dirigeants. Et ce pour quatre raisons :

- la performance globale de l'entreprise est trop éloignée du travail d'un dirigeant donné hormis le PDG qui est le seul à avoir la responsabilité globale. Ainsi un dirigeant pourra être tenté de se reposer sur ses collègues pour assurer la bonne marche de l'entreprise et toucher le fruit du travail des autres.
- la valeur de l'entreprise est un concept externe que beaucoup de dirigeants ont encore du mal à corréler à des leviers internes à l'entreprise et donc concrètement en leur pouvoir. Ces dirigeants resteront perplexes devant ces stock-options : que puis-je faire pour les valoriser ?
- les stocks-options sont le plus souvent données plutôt qu'achetées. Elles n'ont donc aucune valeur pour le dirigeant qui les reçoit. Si elles valent quelque chose, tant mieux c'est toujours cela de gagné ; si elles ne valent rien, tant pis cela n'est pas grave : elles ne m'ont rien coûté !

- leur prix d'exercice est souvent inférieur au cours du moment. Les dirigeants n'ont donc aucune incitation à créer de la valeur. Ils seront gagnants même si le cours ne progresse pas. Ces options constituent donc un très mauvais signal pour les investisseurs. Les dirigeants seront récompensés alors même qu'eux seront perdants.

C'est pour cela qu'un système basé sur le profit économique généré par un dirigeant, tel que celui que j'ai exposé précédemment, permet de créer chez les dirigeants une mentalité plus conforme aux objectifs des investisseurs en suscitant la motivation adéquate.

Un tel système répond de manière radicale au traditionnel dilemme 'faut-il *pay for performance* - *even if it is just luck*, ou bien au contraire faut-il plutôt *reward good management* - *not good luck* ?'. Dans un article paru dans cette revue (N° 70 - juillet-août 1989), j'exposais le pour et le contre de chacune de ces deux philosophies alternatives.

En effet, il est évident que la performance économique d'une entreprise est la résultante de toute une série de facteurs dont seulement une partie lui sont propres. D'autres facteurs sont plutôt de nature macro-économique au niveau mondial ou par marché géographique : taux de croissance, de chômage, d'inflation, d'intérêt, etc.. Ces facteurs s'appliquent à toutes les entreprises, en particulier quel que soit leur secteur d'activité. D'autres facteurs encore sont plutôt d'ordre sectoriel : offre et demande d'un produit, prix de marché d'une matière à l'achat ou à la vente, qualité et quantité de main-d'œuvre, etc.. Ces facteurs s'appliquent à toutes les entreprises de ce secteur, en particulier quel que soit leurs avantages concurrentiels.

Cet article détaillait alors, dans le contexte de la deuxième philosophie, différentes mesures de filtrage propres à 'rendre à César ce qui lui revient'. C'est-à-dire à séparer dans la performance totale de l'entreprise, sa part propre *stricto sensu* des parts plutôt macro-économiques ou sectorielles. Je conclusais que l'utilisation de ces mesures tendant à exonérer les dirigeants de responsabilité sur certains événements, rendait cette deuxième philosophie plus équitable que la première.

La tonalité générale de l'article était tout autre. Mais, en adoptant cette philosophie de 'filtrage', et alors que ce n'était pas du tout mon intention, bien au contraire, je confortais le point de vue de bien des dirigeants français et européens qui tiennent bien trop peu compte des préoccupations des investisseurs¹. L'expérience gagnée au cours de ces années écoulées et surtout les résultats des entreprises françaises m'amènent à revenir sur cette conclusion. Manifestement, aucune concession, aussi petite soit-elle, ne semble possible.

¹ Le classement ci-dessus référencé montre bien néanmoins qu'il existe de nombreuses entreprises françaises extrêmement créatrices de richesse pour le plus grand bien de tous leurs tenants, parmi les plus importantes d'entre elles comme d'ailleurs et surtout parmi les plus petites qui sont le plus souvent d'origine familiale.

En effet, c'est mettre le doigt dans un engrenage néfaste. Tout ce qui est positif est alors du ressort des dirigeants, tout ce qui est négatif est en dehors de leur contrôle. Et pourtant, tout est en dehors du contrôle des investisseurs, non seulement ce qui est négatif, mais aussi ce qui est positif puisqu'ils ont confié la gestion de leur épargne à des dirigeants tiers. Ils n'en subissent pas pour autant les événements à un moindre degré. Bien au contraire, ils les subissent de plein fouet. Et dans le système actuel, ils sont les seuls à les subir. Les investisseurs veulent donc tout naturellement plutôt inciter les dirigeants à contrôler les événements, tous les événements sans exception, même ceux qui sont le plus en dehors du contrôle des dirigeants. C'est la seule façon qu'ils ont d'être raisonnablement sûrs que les dirigeants s'efforceront réellement de leur mieux en toute circonstance. Les investisseurs trouvant leur rémunération dans les résultats de leur entreprise et non dans les intentions de celle-ci (sa stratégie), il est naturel que les dirigeants se plient à la même règle (*be paid for outputs not for inputs, for results not for intentions*).

Or la notion de résultat économique est consubstantielle de cette notion de responsabilité. Le prix de la liberté d'action des dirigeants dans l'exercice de leur mandat est l'obligation de rendre des comptes. La confiance que les investisseurs-mandants expriment aux dirigeants-mandataires en plaçant leur épargne en gestion auprès d'eux a pour contrepartie le droit que les premiers ont de contrôler les résultats dégagés par les seconds. L'aspect 'carotte et bâton' du système de rémunération proposé ici n'est que la conséquence logique de cet état de fait.

Il est donc maintenant nécessaire que je m'inscrive en faux de la manière la plus nette contre cette philosophie de 'filtrage' par référence au proverbe bien connu : 'à méchant ouvrier, point de bon outil' - le mauvais ouvrier fait toujours du mauvais travail et met ses maladroites sur le compte de ses outils - Larousse pages roses.

En effet cette philosophie de filtrage contribue au maintien de trop nombreuses entreprises françaises² dans un état de sous-performance nuisible à l'état général de l'économie et en particulier responsable pour partie du taux de chômage important que connaît notre pays. Les études menées par différents organismes (Cf. notamment Crédit Suisse First Boston : Shareholder Value in Europe Part II 20 juin 96) tendent à montrer qu'il existe une certaine corrélation négative entre la création de richesse des entreprises d'un pays et le taux de chômage de ce pays. C'est-à-dire que plus les entreprises ont une performance économique bonne et moindre est le taux de chômage de ce pays.

Il est tout à fait certain que si les taux d'intérêt (par exemple) augmentent, le profit économique de l'entreprise baissera, toutes choses égales par ailleurs. Concomitamment la création de richesse (via le cours boursier) baissera elle aussi. Il est non moins certain que les dirigeants n'ont aucune espèce d'influence sur les taux d'intérêt. Les investisseurs non plus d'ailleurs. Pourtant de ce seul fait, leur patrimoine investi dans ces entreprises aura vu sa valeur diminuer. Les dirigeants devraient-ils ne pas subir eux aussi les conséquences de ceci. La philosophie de filtrage aurait tendance à répondre 'bien sûr que non' via la mise en place d'un filtre approprié, alors que je réponds aujourd'hui 'bien sûr que oui' !

Si le lecteur m'autorise une analogie, dont il appréciera le lien avec mon sujet très bientôt, j'écrirai que cette philosophie de filtrage accorde la préférence à un examen de faculté alors que je pense maintenant qu'un concours de grande école est préférable pour nos entreprises et notre économie. En effet, quelle est la différence fondamentale entre ces deux systèmes ?

² Même remarque que Note précédente.

Pour réussir un examen de faculté, il suffit d'avoir une note supérieure à la moyenne. Cette moyenne a préalablement été déterminée de façon normative et cette norme est relativement constante d'une année sur l'autre dans le meilleur des cas. Pour réussir au concours d'une grande école, il faut être au maximum parmi les 100 (par exemple) premiers cette année là. Si le niveau d'une année donnée (en jargon de classes préparatoires on parle de 'barre') est élevé, même un 'bon' élève pourra très bien ne pas faire partie des 100 heureux élus de cette année.

Faisons le lien maintenant avec notre sujet et notre exemple du niveau des taux d'intérêt. Quel rôle jouent ces derniers dans la création de richesse ? Celui de la barre du concours d'entrée aux grandes écoles. Ils montent et ils descendent rendant plus difficile ou plus facile l'accès au club très fermé des entreprises créatrices de richesse. Or que font, dans une telle situation, les élèves des classes préparatoires ? Ils travaillent plus ou moins pendant l'année scolaire en fonction de leur environnement et surtout de leur perception de cet environnement (c'est-à-dire de leur anticipation sur le niveau où se situera la barre le jour fatidique du concours). En fait, cela revient à dire qu'ils travaillent toute l'année au maximum de leurs possibilités, car être 'seulement' 'bons' ne suffirait pas.

Dans ce contexte, j'affirme que les dirigeants ont pour mission de toujours gérer l'entreprise qu'ils dirigent au maximum de ses possibilités. Seulement ainsi pourront-ils prétendre passer la barre pour être créateurs de richesse. Le niveau de leur création de richesse est donc totalement en leur pouvoir quel que soit l'état de l'environnement.

Je vais même plus loin. Mon expérience actuelle des entreprises ayant lié la rémunération de leurs dirigeants à la création de richesse avec ou sans limitation est très claire. Celles qui l'ont fait sans limitation ont une performance économique bien supérieure à celles qui l'ont fait avec limitation. Les premières sont systématiquement créatrices de richesse de manière substantielle. Les secondes le sont éventuellement de temps en temps, presque par hasard. Cette impression intuitive et superficielle a été confirmée récemment par l'étude académique approfondie d'un échantillon de sociétés américaines *Adopting Residual Income - Based Compensation Plans : Evidence Of Effects On Management Actions* 10-96 réalisée par le Professeur James S. Wallace de l'Université de Irvine.

En effet, les premières anticipent les événements, sont donc en mesure de réagir très vite à ceux-ci, et mettent donc en place les mesures correctives qui s'imposent tout de suite. Les secondes apprennent les événements par la presse, les subissent sans pénalité et peuvent donc se reposer sur leurs lauriers passés, au moins pendant un temps.

Alors, doit-on exonérer les dirigeants de toute responsabilité face à des événements exogènes ? La réponse à cette question ne peut pas être donnée par l'économie ou la finance. La réponse à cette question est presque d'ordre philosophique. Elle ne peut être apportée qu'en tenant bien compte de toutes les conséquences qui en découlent. En effet, selon la réponse que l'on y apportera, les conséquences économiques ou financières seront radicalement différentes non seulement au niveau de l'entreprise concernée mais aussi au niveau d'un pays tout entier.

D'un côté, on aura des entreprises performantes qui non seulement enrichiront leurs investisseurs, mais aussi leurs dirigeants et leur personnel, apporteront un bon rapport qualité-prix à leurs clients, traiteront correctement leurs fournisseurs et se comporteront de manière responsable ou citoyenne. De l'autre, on aura des entreprises qui appauvriront leurs investisseurs, alors même que leurs dirigeants ou leur personnel seront éventuellement bien payés, du moins tant qu'ils auront un travail, et dont les clients et les fournisseurs ne seront pas nécessairement satisfaits pour autant.

De ce second côté, on débouchera sur une société d'assistance avec son cortège de subventions, de subsides et d'allocations diverses. Du premier par contre, on débouchera sur une société où l'initiative individuelle sera le moteur du progrès social. Un autre bon vieux dicton dit : aide toi, le Ciel t'aidera.

Le lecteur aura compris à ce stade, je l'espère, quelle orientation je me dois nécessairement, aujourd'hui et définitivement, de prendre. Car les dirigeants et le personnel des entreprises françaises apprennent tous les jours (et souvent à leurs dépens) que la compétition internationale dans laquelle ils se meuvent, se compare plus à un concours de grande école qu'à un examen de faculté. Tel est bien le monde dans lequel nous vivons aujourd'hui.

Mon adhésion philosophique n'a donc pour seul mérite que celui de me permettre de rester cohérent avec cet état de fait ; un état de fait qui s'impose donc à moi ; un état de fait qu'il serait très difficile pour ne pas dire presque impossible de changer quel qu'en soit mon désir. Que je le déplore ou non, je me dois donc de l'assumer pour ne pas risquer la schizophrénie. Le monde des affaires et notre société en général devraient en faire autant pour sortir de l'ambiance délétère actuelle !

Mettons fin de manière radicale et totale à l'irresponsabilité des dirigeants ! Pour cela, mettons en place en faveur des dirigeants des systèmes de rémunération très généreux mais risqués, constitués de salaires faibles et d'une participation variable au profit économique de l'entreprise afin de les faire profiter de la création de richesse qu'ils apportent aux investisseurs ! Que les dirigeants étendent ensuite à l'ensemble du personnel les bénéfices d'un tel système de rémunération ! Les investisseurs à la base de la création et du développement des entreprises ne demandent que cela. A l'expérience, les dirigeants et le personnel des entreprises apprécieront les avantages qu'ils retireront d'un tel système.

TABLEAU 1

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)

Les Charges d'exploitation incluent les frais de personnel, c'est-à-dire la rémunération fixe du facteur de production Travail.

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)

Cette Charge d'utilisation de l'Actif Economique constitue la rémunération fixe du facteur de production Capital.

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. Le Résultat économique est ainsi adapté à la culture de l'entreprise.

Le Résultat économique est celui qui, à la différence du résultat comptable, incorpore la rémunération fixe des deux facteurs de production, y compris celle 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.

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

TABLEAU 2

MECANISME DU COMPTE EN BANQUE FICTIF

ANNEE	1	2	3	4
SOLDE INITIAL	0	67	111	141
<u>BONUS DECLARE</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>100</u>	<u>-50</u>
TOTAL	100	167	211	91
<u>BONUS PAYE (1/3)</u>	<u>33</u>	<u>56</u>	<u>70</u>	<u>30</u>
SOLDE FINAL	67	111	141	61

TABLEAU 3

DIFFERE DE PAIEMENT A TRES LONG TERME DU BONUS D'UNE ANNÉE

ANNEE	SOLDE INITIAL	PAIEMENT
1	100	33
2	67	22
3	45	15
4	30	10
5	20	7
6	13	4
7	9	etc.