



L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises

La montée en puissance du pouvoir financier sur la gestion interne des entreprises entraîne une transformation du rapport de force entre actionnaires et dirigeants. Cet article privilégie l'analyse de deux changements intervenus dans ce contexte : la communication financière et l'alignement des incitations des dirigeants sur les objectifs des actionnaires.

Les investisseurs institutionnels sont devenus des acteurs prédominants dans l'économie mondiale. Ils jouent un rôle moteur dans l'internationalisation des marchés financiers (Plihon, 1999); ils ont acquis la première place en tant qu'actionnaires dans de nombreuses entreprises (Morin, 1998); ils sont en mesure d'influencer la gestion de ces entreprises d'une manière parfois décisive, même s'ils demeurent pour chacun d'entre eux des actionnaires minoritaires (Jeffers et Plihon, 2002); enfin, même si le marché de la gestion collective de l'épargne est encore largement dominé par les investisseurs anglo-saxons, tout particulièrement par les fonds de pension américains qui détiennent près du quart des actifs gérés pour compte de tiers dans le monde, l'industrie française de sociétés d'investissement s'organise de plus en plus selon les mêmes méthodes (Kleiner, 2002). On assiste donc à une montée en puissance généralisée du pouvoir financier et cette montée en puissance constitue l'un des vecteurs majeurs

des transformations en cours du capitalisme contemporain.

Cet article¹ est centré sur l'impact de cette montée en puissance sur la gestion interne des entreprises, impact souvent associé à la diffusion des notions de valeur actionnariale ou encore de *shareholder model* par opposition aux notions de valeur partenariale ou encore de *stakeholder model*. La première partie est consacrée à l'évolution de l'équilibre *stakeholder/shareholder*, que l'on peut constater depuis quelques années dans de nombreuses firmes européennes, vers le *shareholder model*. Cette évolution est assez générale et répond autant à des changements dans la stratégie des firmes (globalisation de la concurrence) qu'à un changement du rapport de force entre actionnaires et dirigeants. On propose une typologie de situations pour mettre en évidence l'ampleur des changements en privilégiant deux dimensions : la communication financière et l'alignement des incitations des dirigeants sur les objectifs des actionnaires. Le premier changement concerne la quasi-totalité des entreprises cotées tandis que le second ne concerne encore qu'un nombre relativement limité d'entre elles.

La suite de l'article revient sur l'analyse détaillée des changements correspondants. Dans les deux cas, on privilégie une discussion des conditions pratiques de mise en œuvre. Au-delà des principes généraux, quels sont les objectifs mis en avant dans les entreprises, quelles sont les modalités concrètes utilisées, quels sont les points qui posent problèmes et comment ces problèmes

sont-ils éventuellement contournés ? On met par exemple en évidence l'élargissement de la communication financière à des considérations non strictement financières devant la montée des fonds éthiques mais aussi de groupes de pression cherchant à promouvoir la notion de développement durable. On insiste sur la diffusion de la notion de création de valeur actionnariale tout en soulignant la difficulté à transposer cette notion dans des schémas de rémunération.

Des comparaisons centrées plus particulièrement sur la France et l'Allemagne (Gehrke, 2002) amènent à penser qu'il existe sur ces trois points un processus de convergence des modes de gestion en cours dans les entreprises d'Europe continentale vers un mode de capitalisme de type anglo-saxon, lui-même prenant de plus en plus en compte les enjeux éthiques. Cette convergence ne correspond donc pas forcément à l'idée d'une évolution vers un mode de pilotage tout financier basé sur une vision étroite du *shareholder model*. L'opposition entre le *shareholder model* et le *stakeholder model* apparaît sur le terrain moins manifeste qu'il n'y paraît sur le plan des principes (Charreaux et Desbrières, 1998). Le modèle théorique correspondant à cette hybridation reste à construire (Plihon, Ponsard et Zarlowski, 2002).

Si les demandes exercées sur les entreprises visent à intégrer de plus en plus des aspects éthiques ou environnementaux, elles auront comme contrepartie interne que de nombreuses entreprises seront encouragées à préserver un meilleur équilibre entre des

1. On reprend dans cet article les principales conclusions de l'ouvrage collectif publié sous le titre *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises*, D. Plihon et J.P. Ponsard (eds), La Documentation Française, 2002, en mettant plus précisément l'accent sur l'impact de cette montée en puissance dans le pilotage des entreprises, voir le chapitre des auteurs de l'article correspondant dans l'ouvrage.

considérations financières et des systèmes de valeurs plus larges. L'intérêt suscité (au-delà des effets de mode) par des approches comme le *balanced scorecard* ou tableau de bord équilibré (Kaplan et Norton, 1996) n'est pas étranger à ce constat. Cette hypothèse, soulignée dans la conclusion, conduirait à un renouveau des approches opérationnelles comme résultante de la pression des marchés financiers, ce qui constituerait un paradoxe qu'il serait intéressant d'approfondir.

Les grandes réorientations souhaitées par les investisseurs institutionnels et les impacts effectifs

I. – L'ÉVOLUTION DE L'ÉQUILIBRE STAKEHOLDER/SHAREHOLDER

Si les fonds d'investissements institutionnels existent depuis plusieurs décennies dans la plupart des pays développés, notamment anglo-saxons du fait du choix déjà ancien de systèmes de retraites par capitalisation, leur montée en puissance dans le capital des grandes firmes d'Europe continentale (France, Allemagne, Pays-Bas, etc.) est relativement récente.

Suite aux travaux de Morin (1998), plusieurs études ont permis de mesurer la part croissante des FIE (fonds d'investissement étrangers) dans le capital des entreprises françaises. Par exemple, en 1999, selon le *Journal des Finances*², elle atteindrait plus de 50 % pour les entreprises du CAC 40.

Les FIE ne sont cependant pas les principaux responsables du changement de structure du capital des grandes firmes. C'est bien plutôt dans les cadres nationaux qu'il faut chercher les explications de ce change-

ment : le cadre français caractérisé par les privatisations et l'absence de fonds de pension y est par exemple très favorable (Plihon, 1999). *A contrario*, certains éléments peuvent freiner cette évolution, comme par exemple la fiscalité sur les plus-values en Allemagne qui jusqu'aux lois entrées en vigueur en 2002 représentait un poids considérable dans les opérations en capital.

une très forte harmonisation
des pratiques
un niveau international

Mais, au-delà de ces différences nationales, on peut constater de façon générale une très forte harmonisation des pratiques au niveau international tant pour les acteurs du marché financier que pour les dirigeants des firmes concernées par ces évolutions.

Pour les acteurs du marché financier, cette harmonisation porte à la fois sur les modes d'organisation de plus en plus comparables selon les pays – industrialisation du métier de la gestion d'actifs, implantation mondiale des principaux acteurs, spécialisation des compétences (notation, analystes, gestionnaires, traders, etc.) – et sur la promotion des mêmes pratiques de gouvernement d'entreprise pour défendre l'intérêt des actionnaires (voir l'encadré sur Axa Investment Managers). Cela n'a donc plus beaucoup de sens de distinguer les investisseurs selon leur nationalité.

On assiste donc à une croissance généralisée du pouvoir financier dans le pilotage de l'entreprise. Quelles sont les différentes modalités par lesquelles les groupes de pression correspondants renforcent leur pouvoir? Un détour par la théorie finan-

2. *Journal des Finances*, 15 mai 1999.

LE POINT DE VUE D'UN INVESTISSEUR INSTITUTIONNEL AXA INVESTMENT MANAGERS

(entretien avec le Directeur de la stratégie d'investissement réalisé le 23 décembre 1999)

Une commission constituée en 1997 et réunissant une vingtaine d'investisseurs français (parmi environ 1 500 institutionnels) avec pour objectif de promouvoir le gouvernement d'entreprise en France a abouti aux recommandations suivantes :

- inciter les gérants à voter dans les assemblées générales d'actionnaires (aujourd'hui 50 % le font) notamment en y facilitant les accès (explications plus claires des résolutions, rapports annuels simplifiés, communication des résultats des votes, votes à distance, etc.) et développement du vote électronique,
- lutter contre les protections anti OPA (notamment le droit de vote double),
- développer les conseils d'administration (administrateurs indépendants, comités spécialisés, etc.) et critiquer les administrateurs multiples (recommandation : trois mandats au maximum, ou cinq pour les indépendants); mais en France le conseil d'administration est souvent un club de P-DG et notre recommandation est très peu respectée (c'est encore pire dans certains pays comme les Pays Bas!),
- développer la transparence sur les rémunérations (nous sommes défavorables aux options avec décote, aux options sur filiales non cotées...) et les éléments d'évaluation de la performance des dirigeants permettant de se différencier du cours de bourse (notion de « valeur ajoutée » à long terme pour l'entreprise),

Suite à un accord avec Proxinvest, qui analyse les sociétés du CAC 40, une cellule de veille a été mise en place. Si une entreprise ne respecte pas les règles ci-dessus, une information est envoyée aux 400 adhérents de l'association et ceux-ci sont très fortement incités à voter. Une manière générale, le droit des entreprises en France s'est bien adapté. Si les actionnaires veulent prendre le pouvoir, ils en ont les moyens, beaucoup plus qu'en Allemagne, en Hollande ou en Suisse.

En Europe continentale, la France est relativement en pointe sur le gouvernement d'entreprise (son droit – s'il est utilisé... d'où l'idée de pousser les gérants à s'exprimer – protège finalement bien les actionnaires). Les États-Unis et la Grande Bretagne sont en avance. L'Allemagne commence à bouger et pourrait aller très vite.

En cas d'OPA, les investisseurs étrangers ne réagiront pas forcément en prenant en compte les intérêts nationaux (voir le cas de Mannesmann en Allemagne).

Les fonds institutionnels développent maintenant leurs propres objectifs « sociaux » et les gérants ont de plus en plus à rendre compte de leur gestion sur des sujets tels que : la cité, l'environnement, l'éthique, etc. Nous gérons par exemple des fonds intégrant ce genre de critères pour le compte de fonds de pension américains et pour des fonds associés à l'épargne salariale.

L'objectif de ROE à 15 % – que personne n'est capable d'expliquer réellement – est excessif et dangereux (il peut conduire à un surendettement, comme cela est le cas aux États-Unis, d'où un risque de retournement de conjoncture). Nous ne mettons jamais en avant de telles exigences et préférons nous centrer sur le moyen terme. De plus, la création de valeur doit être analysée secteur par secteur avec des démarches spécifiques.

cière moderne³ est utile pour répondre à cette question de manière non manichéenne. Si cette théorie fournit en effet un cadre naturel pour analyser les enjeux entre actionnaires, banquiers et dirigeants, les développements sont souvent très stylisés et les résultats peu robustes. Par exemple, il n'est pas clair que plus de transparence favorise la performance car les incitations des dirigeants peuvent être amoindries, une dette importante peut discipliner le management mais si elle devient excessive elle peut entraîner des effets pervers, la question de l'efficacité relative des marchés de capital interne par rapport au marché financier externe reste débattue, plus généralement l'articulation entre structure financière et stratégie industrielle reste encore largement inexplorée.

Dans ces conditions l'accroissement du pouvoir du marché financier ne peut se référer à la mise en place de schémas précis, d'autant plus que les changements observés dans le pilotage de l'entreprise peuvent provenir d'autres facteurs autrement plus déterminants (renforcement de la concurrence internationale, globalisation des échanges, accroissement des tailles économiques au-delà des espaces nationaux). C'est donc par rapport à de grandes tendances que l'on peut espérer situer la pratique.

La démarche proposée ici consiste alors à s'interroger sur les deux aspects les plus directement associés à la montée en puissance des investisseurs institutionnels ;

- la nature de la communication financière dans les entreprises cotées ;
- l'alignement systématique des incitations des dirigeants sur des objectifs de création de valeur actionnariale.

Nous laissons ainsi de côté les changements relatifs au fonctionnement du conseil d'administration, à la mise en place de comités d'audit, au profil des administrateurs ou encore ceux concernant la question des droits de vote et la protection institutionnelle des minoritaires. Ces éléments, qui font pourtant l'objet d'une littérature académique abondante, sont dans l'ensemble très largement perçus comme « cosmétiques » par les dirigeants d'entreprises, ce qui ne veut certes pas dire que les recommandations correspondantes ne soient pas suivies... Formellement l'interface entre actionnaires et dirigeants semble encore laisser sur ces points de grandes marges de manœuvre aux seconds.

Avant de revenir à notre propos principal, nous proposons une typologie qui permet de situer l'importance relative des changements correspondants. L'ensemble de cette analyse s'appuie sur des entretiens menés pour la plupart pendant l'année 2000 auprès d'une quinzaine d'entreprises françaises et allemandes. Les contacts ont été maintenus avec quelques-unes d'entre elles pour pouvoir suivre leurs évolutions respectives. Des entretiens ciblés avec des entreprises américaines ont par ailleurs porté plus spécifiquement sur le deuxième volet, celui sur l'alignement des incitations des dirigeants.

Une façon simple de caractériser ces évolutions est de se référer à la typologie ci-dessus (tableau 1), qui permet de positionner la plupart des firmes étudiées :

Par rapport à cette typologie, les trajectoires des firmes ayant connu la montée en puissance des fonds d'investissement évoquée

3. On trouvera dans Saulpic et Tanguy, 2002, une revue de cette littérature effectuée dans cette perspective.

Tableau 1
TYPOLOGIE DES ÉVOLUTIONS

	Situation n° 1 : Impact marginal	Situation n° 2 : Impact significatif	Situation n° 3 : Changement radical de logique de pilotage
Utilisation des notions de création de valeur	Essentiellement pour la communication financière externe.	Pour rénover les indicateurs utilisés pour l'évaluation des performances, dans le sens d'une prise en compte plus systématique du coût du capital.	Pour réformer à la fois des bases de calculs et la structure de la rémunération, dans le sens d'une plus grande variabilité couplée à la valeur perçue par l'actionnaire (cours de l'action).
Principaux arguments invoqués	Ces indicateurs de création de valeur n'apportent rien de véritablement nouveau. Une politique de rémunération alignant fortement actionnaires et salariés ne correspond pas à notre culture interne.	Besoin de sensibiliser sur la nécessité du bouclage entre performance opérationnelle et valeur actionnariale. En particulier, sensibiliser les managers sur le coût du capital.	L'ensemble des salariés doit agir dans l'intérêt des actionnaires et bénéficiaire de la valeur créée.
Niveau d'application des changements	Niveau Groupe et éventuellement Branche (ne descend pas dans l'organisation).	Groupe, Branche et Dirigeants des Business Units (concerne typiquement quelques dizaines de cadres).	Groupe, Branche et membres du Comité de Direction des Business Units (plusieurs centaines de personnes impliquées).
Effet sur les systèmes de rémunération	Non	Oui, à la marge (changement du panier de critères sans modification radicale de la structure des rémunérations).	Oui, fortement recherché et s'accompagne de profonds changements des rémunérations (plus fort bonus, stock-options, etc.)
Principaux problèmes mis en avant	Incompatibilité avec la culture d'entreprise	Nombreux débats techniques non tranchés (coût du capital, retraitement des goodwill, amortissement de la R&D, etc.) Difficulté de bien repérer les bons leviers d'action opérationnels.	<i>Idem</i> situation n° 2 + Un souci de réaliser de nombreuses simulations pour anticiper et contrôler les effets pervers associés à des rémunérations plus variables et formalisées

précédemment se caractérisent de la façon suivante :

– pratiquement tous les groupes sont passés (ou restent) en situation 1. Il est aujourd'hui difficile de trouver des firmes cotées en « situation 0 » c'est-à-dire ne portant aucune attention à la création de valeur actionnariale. Pour prendre un exemple allemand, même Volkswagen, qui dispose toujours d'un actionnaire public puissant (le Land de Basse Saxe), se préoccupe aujourd'hui de ses relations investisseurs après avoir, pendant des années, considéré que ses seules performances suffisaient à assurer sa reconnaissance par le marché. L'intérêt initial pour l'approche décrite en situation 1 est donc souvent motivé par des considérations de relations publiques externes (répondre à la pression des marchés financiers en matière de gouvernance d'entreprises). La vraie question est alors de savoir si on se contente de satisfaire à un effet de mode (auquel cas la référence à la création de valeur est surtout perçue comme un discours idéologique du moment) ou bien s'il s'agit d'une étape pour modifier les pratiques internes. Pour les firmes restées à ce stade, il est encore trop tôt pour répondre à cette question; les changements de structure du capital et l'introduction de nouveaux critères de performance financière étant trop récents. Mais il est difficile d'envisager que ce discours externe ne finisse pas par influencer les pratiques de pilotage interne.

– à l'autre extrémité du spectre, on rencontre encore peu d'entreprises en situation 3 en Europe⁴. Le déploiement systématique des démarches de création de valeur est un phénomène récent, remontant tout au plus au début des années 1990.

C'est souvent à l'occasion d'un changement de dirigeant qu'un tel déploiement intervient. Ce changement fait alors suite à une baisse de rentabilité boursière, conséquence par exemple d'une politique de diversification aventureuse (visant la croissance du CA ou de l'EBIT), la nouvelle équipe utilise la création de valeur comme message central d'une nouvelle culture d'entreprise destinée à asseoir son autorité. La diffusion des critères de création de valeur au sein de l'entreprise se fait alors en parallèle avec l'introduction de nouvelles politiques de rémunération plus incitatives. Deux éléments freinent considérablement l'adoption de cette configuration 3 : d'une part, les difficultés techniques générées par le déploiement de nouveaux critères de performance à des niveaux fins de l'organisation avec tous les risques de dérapages et de sanctions injustes qu'ils comportent et, d'autre part, les agitations récentes des marchés financiers (hausse exceptionnelles longues et importantes du cours des actions, bulle internet, krach) sapent la crédibilité d'un discours visant à aligner les rémunérations et efforts des dirigeants sur l'intérêt des actionnaires. Le pilotage économique opérationnel s'accommode mal de fluctuations de cours sans rapport avec les fondamentaux de l'entreprise.

– la situation 2 est celle d'entreprises rendant plus explicites les objectifs de création de valeur actionnariale dans leur pilotage et cherchant à intéresser plus directement une fraction limitée de leurs dirigeants à cette évolution. Dans ce cas, les aménagements sont réels mais prennent bien soin de ne pas dérouter les managers par des changements

4. En France on peut citer Danone et Lafarge; en Allemagne, Allianz et Siemens.

de repère trop brutaux. Alcatel, connu pour avoir défrayé la chronique en septembre 1998 pour ses relations avec le marché financier, illustre bien cette situation 2. La dérégulation du secteur des télécommunications et la bulle internet ont certes également fortement conditionné les évolutions de ce groupe, mais l'évolution de son pilotage traduit bien une voie médiane entre

déploiement systématique de la création de valeur et simple discours de communication financière à destination des investisseurs sans grande conséquence sur les pratiques internes.

Pour bien situer l'ampleur des changements correspondants à la situation 3, il n'est pas inintéressant de revenir sur un dossier qui a défrayé la chronique aux

L'ÉVOLUTION VERS LE *SHAREHOLDER MODEL* L'EXEMPLE D'ALCATEL

Composition du portefeuille stratégique

Conglomérat très diversifié à la fin des années 1990, le groupe s'est progressivement séparé de nombreuses activités ; mécanique, énergie et construction navale (Alsthom), presse, édition (Générale Occidentale), construction électrique (Cegelec), câbles (Nexans)... Aujourd'hui le groupe est devenu un *pure player* du secteur des télécommunications sur lequel il s'est notamment développé par acquisition (DSC, Xylan, Packet Engines, etc.)

Organisation

La dimension géographique nationale est devenue secondaire (les clients opérateurs s'étant eux-mêmes internationalisés). Le groupe est articulé au niveau mondial autour de quatre *business groups*, base de la communication financière externe, qui comprennent eux-mêmes une dizaine de *business divisions* (BD) au total, elles-mêmes décomposées en *business units*. Un responsable de BD est donc jugé sur la performance de sa gamme de produits ou de services (de la recherche à l'après-vente) au niveau mondial. Sur le plan commercial, la maille d'analyse et de gestion pertinente est constituée par les trois grandes zones : Amérique, Europe, Asie.

Mesure de la performance

La création de valeur actionnariale est un objectif clé du management. L'évolution du cours de bourse fait l'objet d'une communication attentive et constitue un des pivots des plans d'action stratégique. Après avoir été évaluée quasi exclusivement sur la base de la progression du CA et du résultat d'exploitation (notamment pendant la bulle télécoms), les unités doivent de plus en plus intégrer des critères de bilan traduisant l'importance du coût du capital.

États-Unis au début des années 1990. Ce dossier, particulièrement bien documenté (Dial et Murphy, 1995) porte sur l'entreprise General Dynamics, entreprise qui connut des changements considérables entre 1991 et 1993. Cette entreprise appartient au secteur de l'armement, donc confrontée à une baisse importante d'activité nécessitant de fortes restructurations internes. Alors que la plupart des autres firmes du secteur s'engageaient dans des stratégies de diversification finalement coûteuses, cette entreprise décida au contraire de concentrer son portefeuille. Entre 1991 et 1993 ses cours progressèrent quatre fois plus vite que l'indice Standard & Poor 500 et trois fois plus vite que la moyenne du secteur défense alors même que la réduction de son périmètre d'activité se traduisait par un nombre d'employés passant de 98 000 à 27 000. La conception du système de rémunération répondait à l'orientation stratégique retenue : par exemple, certains dirigeants n'hésitèrent pas à sacrifier leur propre poste au sein de l'entreprise (cession, fusion, fermeture, etc.) lorsque l'impact sur la valeur actionnariale créée le justifiait.

Une clause extrême utilisée chez General Dynamics fit l'objet d'âpres débats publics : l'attribution de primes très élevées dès que le cours de bourse dépasserait des seuils fixés à l'avance (\$ + 10 par rapport à un cours de 25 \$ début 1991) et s'y maintiendrait pendant au moins 10 jours consécutifs. Ces seuils furent dépassés à deux reprises dans l'année qui suivit. Mais ces dépassements furent aussi

associés à des annonces de réductions massives d'effectifs. L'analyse *ex post* menée par les auteurs met en évidence une « création de valeur » très importante, elle souligne également le caractère très inégalitaire de la répartition correspondante, la meilleure part revenant aux actionnaires, puis aux quelques dirigeants, très peu restant aux autres salariés, sans parler des « pertes de valeur » allant au personnel ayant dû quitter l'entreprise (pertes difficiles à évaluer).

Les médias américains allaient s'emparer de ce dossier et en faire une question d'éthique d'autant plus que certains managers allaient se complaire dans de telles pratiques⁵.

le culte de la création de valeur apparaît excessif

Sans connaître des cas aussi extrêmes, des situations semblables se développent aussi en France, situations dans lesquelles le culte de la création de valeur par les dirigeants apparaît excessif à une opinion publique plus attentive aux emplois (voir par exemple les débats récents⁶ à propos d'un plan de restructuration de la branche biscuit de Danone, branche rentable au sens d'un résultat net positif mais insuffisamment rentable par rapport aux attentes supposées du marché financier). L'écart croissant entre les rémunérations des dirigeants et la performance boursière (voir la chute pour Enron, ou l'octroi d'un plan d'options alors que le cours est au plus bas pour Vivendi, ce qui ressemble à un reca-

5. Voir par exemple *The Economist*, 20 juin 1998, « Exit bad guys » ou le cas de l'entreprise Scott Paper décrit par Cappelli (1997).

6. *Le Monde*, 11 janvier 2001.

lage des seuils, interdit en France mais de pratique courante aux États-Unis) vient renforcer le camp des opposants à la valeur actionnariale.

II. – LA COMMUNICATION FINANCIÈRE

1. L'influence dominante des méthodes anglo-saxonnes

La plupart des entreprises cotées disposent depuis longtemps de services spécialisés souvent appelés « relations investisseurs » (*Investors Relations*) destinés à communiquer les informations financières de l'entreprise auprès de leurs actionnaires, notamment lors des assemblées générales. Cette communication a pour principal objectif de remplir les obligations de transparence nécessaires au bon fonctionnement du marché financier.

Le rôle de ces services s'est considérablement accru pour répondre à une demande croissante de transparence. Ces services ont en charge l'ensemble de la relation avec les analystes *buy side* et *sell side*, ainsi qu'avec les gérants de fonds d'investissement. À ce titre, ils organisent à la fois la communication systématique lors des assemblées mais aussi toute une série de réunions régulières au cours de l'année (présentations de résultats semestriels ou trimestriels, visites d'analystes dans l'entreprise, contact *one-to-one* entre le Président et telle ou telle banque ou gérant de fonds, etc.). La place accordée aux contacts avec l'actionnaire individuel est, de fait, reléguée au second plan. Ces services occupent jusqu'à plusieurs dizaines de personnes regroupées au siège social ou parfois déléguées à Londres et New York dans

le cas de grands groupes internationaux. Après avoir précisé le fonctionnement de ces activités, nous chercherons à en évaluer l'impact réel sur l'entreprise.

Pour un service « relations investisseurs », cet objectif de transparence accru peut se décliner de manière suivante :

- faire en sorte que le consensus de marché corresponde aux fondamentaux de l'entreprise ;
- faire évoluer ce consensus en fonction de l'évolution de la situation de l'entreprise ;
- donner une information égale à l'ensemble des investisseurs de manière à éviter toute mise en cause pour délit d'initiés.

L'environnement culturel dans lequel baigne cette communication ne manque pas d'avoir une influence sur les a priori et les champs de jugements. À ce titre, il convient de noter la prédominance des acteurs anglo-saxons sur le marché financier. Les interlocuteurs – analystes, traders, fournisseurs d'informations, spécialistes de fusions et acquisitions, etc. – les plus compétents et actifs sont dans leur très grande majorité de culture anglo-saxonne et, pour l'essentiel, basés à Londres ou New York. Dans le secteur automobile par exemple, une enquête réalisée par Reuters, aussi bien auprès des principaux constructeurs européens que de nombreux spécialistes financiers de différents pays, sur le thème « qui a la meilleure vision du secteur ? » débouche à peu de choses près sur la même liste d'interlocuteurs, pratiquement tous employés par des banques d'investissement anglaises ou américaines (même si certaines sont détenues par des banques suisses, allemandes ou néerlandaises). Les acteurs des places de Paris et Francfort sont encore pratiquement tous rangés en deuxième catégorie.

Cette prédominance prend plusieurs formes concrètes : un niveau d'expertise sectorielle jugé très bon (« avec eux on va directement à l'essentiel », « ayant une vision souvent mondiale, ils nous apprennent des choses sur nos propres marchés »), un mode de relation très proactif (les analystes cherchent activement l'information à la source : « les Américains m'appellent au minimum une fois par semaine, les Allemands/Français une fois par mois ou alors s'il y a un événement majeur », phrase souvent citée aussi bien en Allemagne qu'en France) et un cadre analytique commun pour évaluer les performances relatives des firmes à partir d'indicateurs standardisés ⁷.

Face à ce nouvel environnement, qu'il devra maîtriser très vite, le service relations investisseurs devra également repérer très rapidement le poids relatif de tel ou tel de ses interlocuteurs. En effet, aussi surprenant que cela puisse paraître, le « consensus de marché » est finalement construit par très peu de monde et cela d'autant plus que la dimension sectorielle l'emporte sur la dimension géographique. Même si l'origine géographique d'un groupe continue de peser sur son évaluation, les grandes firmes visitées se positionnent de plus en plus par rapport à un champ d'activité industriel ou commercial au minimum Européen et le plus souvent mondial. Environ dix analystes « feraient » alors réellement la tendance pour l'automobile, sept à dix pour les télécommunications, etc. Les phénomènes de mimétisme (Orléan, 1999) donnent un poids considérable à un nombre limité d'acteurs disposant de ressources d'investigation, d'infor-

mations abondantes et d'une réputation suffisante pour entraîner dans leur sillage de nombreux autres. Cet effet de « communauté » est renforcé par certaines pratiques du milieu : visites groupées de sites d'entreprises ou débauchage d'équipes complètes par un établissement concurrent par exemple.

Lorsque l'on consulte les rapports d'analystes qui émanent d'établissements comme Morgan Stanley, Deutsche Bank ou Crédit Lyonnais, on est frappé par l'homogénéité des approches. Dans tous les cas, on cherche à porter un jugement (achat, vente, maintien) à partir d'une évolution anticipée du cours de bourse par rapport au cours actuel sur la base d'une approche bien standardisée. Il s'agit de projeter les comptes de l'entreprise par divisions et de prédire l'évolution des cours sur la base de cette projection (en utilisant des ratios tels EV/EBITDA et/ou des calculs de valeur actuelle nette). Cette analyse financière s'appuie sur une analyse économique amont au niveau sectoriel et au niveau concurrentiel. En découle une série de recommandations : recentrage, abandon ou développement accéléré de certains segments.

La grande homogénéité d'approche adoptée par le marché financier oblige les entreprises à une plus grande rigueur dans leur communication financière : dans l'explicitation d'objectifs quantifiés, dans le suivi de leur performance, dans le détail des résultats présentés, enfin dans le maintien d'une stricte équité entre les différents interlocuteurs (de l'actionnaire individuel au fonds de pension).

7. Kleiner (2002) analyse le mode de diffusion de cette culture anglo-saxonne dans les banques françaises.

2. Cours de bourse et valeur actionnariale : éléments de focalisation

La standardisation de la communication financière pourrait faire penser à l'existence de diktats des marchés financiers. Même si cette affirmation est exagérée, il n'en reste pas moins vrai que les entreprises sont maintenant obligées de se focaliser sur l'évolution de leur cours de bourse et de se justifier vis-à-vis d'un objectif dominant : la création de valeur pour l'actionnaire.

Dans une étude de la COB (2000) portant sur la place de la création de valeur dans la communication financière, il est fait état que 21 sur les 40 entreprises du CAC s'y réfèrent maintenant directement (dont 14 dans le message du président). Une certaine hétérogénéité subsiste encore dans les indicateurs proposés (externes et internes) et l'absence de précisions apportées sur les moyens mis en œuvre. L'Oréal est l'une des rares entreprises françaises à calculer un TSR (*Total Shareholder Return*, c'est-à-dire un taux de rentabilité des capitaux propres) sur un et cinq ans alors qu'il s'agit de l'indicateur externe traditionnel dans la presse spécialisée anglo-saxonne (voir par exemple les classements annuels du *Wall Street Journal*). En ce qui concerne les indicateurs internes, les entreprises françaises communiquent le plus souvent la rentabilité comptable des capitaux employés par grands segments, chaque entreprise ayant sa propre définition du ratio correspondant. La COB (COB, 2001) invite donc les entreprises à diffuser des notices explicatives permettant aux interlocuteurs externes de reconstituer les différentes étapes des calculs proposés. Même si ces notices sont utiles, la plupart des analystes n'y auront

sans doute guère recours, chacun d'entre eux utilisant sa propre méthodologie à partir des chiffres comptables aux normes mieux établies.

L'essentiel de la communication financière vis-à-vis des analystes est donc plutôt centré sur la projection des comptes, l'importance de la croissance organique, l'impact des acquisitions, désinvestissements ou encore des ruptures macroéconomiques dans tel ou tel pays... Les entreprises attachent en retour une importance croissante au « pilotage » du consensus de marché de manière à éviter tout accident boursier.

3. La communication non financière : le développement durable

L'uniformisation des approches financières ne doit pas cacher une autre forme d'uniformisation moins évidente. Si la notion de fonds éthique recouvrait des approches nationales au départ très différentes (par exemple à l'encontre des entreprises liées au « péché » aux États-Unis – alcool, jeux – et en faveur de l'emploi en France), ces approches sont maintenant quasiment unifiées (Plihon et Ponsard, 2002). L'existence d'une demande importante en matière de fonds éthiques (plus de 10 % des capitaux investis aux États-Unis) et le développement de l'épargne salariale en France ont suscité l'émergence d'agences de notations spécialisées comme Arese en France. Parallèlement à la demande de transparence comptable on voit donc poindre une demande de transparence vis-à-vis de questions environnementales, sociales ou éthiques. Ces enjeux donnent lieu à une communication souvent regroupée autour de la notion de développement durable, notion fédératrice de ce type de valeurs.

Il est encore trop tôt pour dire si les entreprises qui s'engagent dans cette voie le font dans un but purement opportuniste de communication marketing ou bien si cet engagement s'accompagne de nouvelles directives internes influant sur le processus de décision. Il s'agit là d'un point d'investigation important à clarifier susceptible d'apporter ou non confirmation quant à une certaine hybridation entre les modèles de *shareholder* et de *stakeholder* (Martinet et Reynaud, 2001).

III. – DE NOUVELLES FORMES DE RÉMUNÉRATION POUR FAVORISER LA CRÉATION DE VALEUR ACTIONNAIRE

1. Mesurer l'ampleur du changement par rapport aux pratiques traditionnelles

Si le thème de la création de valeur a pris une ampleur considérable dans la communication financière de l'entreprise, on peut se demander s'il en va de même en interne.

LA COMMUNICATION EXTERNE L'EXEMPLE DE SUEZ

Affichage d'objectifs quantifiés

En 1997 Suez s'est engagé sur les objectifs suivants :

- doublement du bénéfice net par action en 2001 ;
- doublement du CA dans les quatre métiers du groupe ;
- 50 % au moins du CA hors France et Belgique.

L'atteinte des résultats dès 2000 a conduit le groupe à prendre de nouveaux engagements à l'horizon 2004 :

- croissance moyenne à deux chiffres du bénéfice net par action niveau groupe ;
- croissance moyenne à deux chiffres des trois métiers mondiaux (énergie, eau, propriété) en matière de CA, EBITDA, RNCPA ;
- ROCE (taux de rentabilité attendu sur capitaux propres) supérieur au coût des capitaux propres + 3 % dans ces trois métiers ;
- équilibre financier dans la communication.

Indicateurs de performance (2001)

Suez communique sur les éléments permettant de suivre la réalisation des objectifs annoncés.

Communication non financière : le développement durable

Suez a formellement défini cette notion à travers des chartes (économique, sociale et environnementale) accessibles sur son site web et s'engage à décliner en interne les modalités d'actions correspondantes.

À ce titre, l'impact le plus significatif consiste en l'introduction de nouvelles formes de rémunération (Mottis et Ponsard, 2000).

Pour bien comprendre l'ampleur du changement en la matière il est intéressant de contraster la situation actuelle avec celle qui prévalait dans les années 1980 dans de nombreuses entreprises. À cette époque, les rémunérations étaient en effet basées le plus souvent sur des indicateurs tels que le résultat net par action ou le résultat d'exploitation, indicateurs qui présentent les inconvénients suivants :

- des dispositions comptables, par exemple au niveau des provisions, permettent de lisser ces indicateurs d'une année à l'autre,
- le niveau de ces indicateurs doit être rapporté au capital investi pour être significatif en termes de création de valeur,
- les bonus accordés l'étaient le plus souvent sur la base d'une anticipation négociée en interne à l'occasion de l'établissement des budgets, si bien qu'il n'était pas rare de voir accorder des bonus élevés alors que la performance s'était dégradée d'une année à l'autre, la capacité de négociation était alors plus récompensée que l'effort réel de gestion.

le lien entre rémunération des dirigeants et performance en question

Dans ces conditions, les rémunérations étaient peu variables et demeuraient surtout influencées par la taille de l'entreprise plutôt que par la performance pour l'actionnaire. Cette situation ne pouvait qu'entraîner des réactions fortes de mécontentement en cas

de chute durable de l'action. Aux États-Unis, cela s'est notamment traduit en 1993 par un vote du Congrès américain limitant la possibilité de déduire les salaires des dirigeants excédant 1 million de dollars des profits de l'entreprise au seul cas où on pouvait démontrer (en l'occurrence faire accepter par les actionnaires) que ces rémunérations étaient explicitement liées à la performance boursière de l'entreprise. Cette question du lien entre rémunération et performance est également devenue très sensible en France.

Pour renforcer ce lien plusieurs pistes sont concurremment exploitées. Les pratiques correspondantes après s'être développées aux États-Unis tendent maintenant à se diffuser en France et partout en Europe :

- demander que les dirigeants investissent une part significative de leur rémunération sous forme d'actions (par exemple quelques années de leur salaire de base). D'après une enquête réalisée auprès de 117 entreprises européennes (Gates, 2000) 19 % des entreprises interrogées utilisaient une clause de ce type et seulement 35 % pensaient ne pas y avoir recours dans les trois prochaines années. Par exemple, la firme pharmaceutique Smith Kline Beecham requiert que ses 330 cadres dirigeants détiennent respectivement en actions quatre années de salaire pour le P-DG, trois années pour le comité exécutif et deux années pour les autres cadres dirigeants ;
- attribuer des primes directement en fonction de la performance boursière, l'usage de stock-options s'inscrivant directement dans ce cadre. Les enquêtes annuelles menées en France (voir, par exemple, *L'expansion*) mettent en évidence la grande diffusion de cette pratique ;
- attribuer des bonus annuel ou pluriannuel sur la base d'indicateurs internes plus direc-

tement reliés au cours de bourse que ne le sont les indicateurs comptables traditionnels. D'une manière générale, les changements introduits vont dans le sens d'une prise en compte des recommandations de la théorie économique (Prendergast, 1999), notamment de la théorie des incitations. Selon cette théorie il convient d'encourager l'effort du manager en alignant sa rémunération sur la création de valeur actionnariale. Les enquêtes menées sur le terrain mettent en évidence toute une série de considérations qui viennent compliquer la mise en œuvre de cette idée simple.

2. La diffusion des stock-options

Nous passons en revue les complications les plus courantes rencontrées lors de la mise place de stock-options. Rappelons tout d'abord le principe de fonctionnement.

Rappel du principe des stock-options

Leur principe réside dans l'attribution à un salarié de l'entreprise, à la date T_1 , d'un droit d'achat d'une action pour un prix P^1 , à une date T_2 , action qu'il pourra revendre au prix du marché P_3 à une date T_3 . Le prix P^1 peut être le prix de l'action P_1 à la date T_1 mais il peut aussi bien lui être inférieur ou supérieur. L'option sera levée à T_2 si le prix P_2 à cette date est supérieur à P^1 , l'écart résultant en un coût pour l'entreprise (celle-ci en effet acquiert l'action sur le marché au prix P_2). Au moment de la revente de l'action, il y aura plus ou moins value en fonction du prix P_3 par rapport au prix payé P^1 .

Les enjeux de la fiscalité

Notons tout d'abord que la législation fiscale de différents pays induit dès le départ un élément de complication pour les

groupes opérant sur plusieurs pays et cherchant à préserver certains critères internes d'équité dans leurs politiques.

En France, la réglementation relative aux stock-options a fait l'objet d'âpres débats au Parlement. La réglementation actuelle (après prise en compte des dernières mesures incluses dans la Loi sur les nouvelles régulations économiques votées en mai 2001) encourage une pratique consistant à fixer $P^1 = P_1 \pm 5\%$ près et à prendre $T_2 = T_1 + 4$ ans. Si l'on s'écarte de cette pratique, en prenant P^1 plus bas ou en exerçant ses options plus tôt alors, et le salarié et l'entreprise s'en trouvent fortement pénalisés (paiements de contributions sociales et impôts supplémentaires). La réglementation encourage par ailleurs le salarié à conserver ses actions (dans le cas de plus values excédant 150000 Euros) et non pas à les revendre immédiatement, s'il choisit $T_3 = T_2 + 2$ ans son imposition marginale passe de 40 % à 32 %.

En France, le salarié auquel on attribue des options ne prend aucun risque, après tout si les cours n'évoluent pas de manière favorable il ne les exercera pas, telle n'est pas toujours la situation dans d'autres pays. En Belgique, aux Pays-Bas ou aux États-Unis, par exemple, le salarié paie un impôt en T_1 au moment de l'attribution des options, impôt calculé sur la base de la valeur économique de celles-ci (valeur déterminée par la formule de Black et Scholes bien connue des experts en instruments financiers ou par d'autres approches s'en inspirant). S'il n'exerce jamais ses options, cet impôt ne lui sera pas reversé pour autant.

L'emploi de clauses conditionnelles

Le marché boursier est bien sûr affecté par des paramètres généraux qui n'ont pas de

rapport direct avec l'action des managers. Il s'agit du contexte macroéconomique ou des facteurs affectant l'ensemble des entreprises du secteur. Dans ces conditions, la théorie économique recommande d'éliminer le plus possible ce « bruit » pour se centrer sur « l'effort ». On peut alors avoir recours à des clauses conditionnelles⁸. Un autre avantage de ce type de clauses est de justifier autant que possible l'attribution de rémunérations élevées par des résultats socialement acceptables (Desbrières et Mercier, 2001). Les publicités⁹ faites autour des gains réalisés par les dirigeants de Paribas après l'OPA réussie de la BNP sur Paribas, puis de ceux réalisés par Philippe Jaffré dans des conditions similaires et somme toute peu glorieuses, après l'OPA réussie de TotalFina sur Elf, ont en effet fortement pesé sur les débats au Parlement

au cours de l'année 2000 (amendement Bonrepaux et rapport Balligand).

Le tableau 2 recense un certain nombre de clauses conditionnelles et met en évidence la grande variété des schémas utilisés. On peut se demander si les événements récents liés à la baisse du marché financier ne vont pas reléguer l'usage de ce type de clauses, les firmes étant bien davantage préoccupées des conditions de maintien ou de perte du droit aux options à l'occasion du départ des bénéficiaires de l'entreprise. Cette situation illustre le fait qu'en pratique les stock-options sont souvent d'abord et avant tout perçues comme un moyen de rétention de certains managers.

Les enjeux liés au marché du travail

Il convient encore de noter que la question des stock-options ne concernent pas seule-

Tableau 2
EXEMPLES DE CLAUSES CONDITIONNELLES

<i>Société</i>	<i>Conditions pour l'exercice des options</i>
Alcatel	Atteinte d'un objectif de ROS (return on sales)
Alstom	Au moins 40 % d'augmentation de la valeur boursière
Air Liquide	Croissance du RNPA (résultat net par action) supérieure à 10 %
BNP	Réalisation des objectifs liés à l'acquisition de Paribas
Schneider	Croissance du RNPA supérieure à 12 %
Vivendi	1999 : au moins 40 % d'augmentation de la valeur boursière
	2000 : au moins 25 % de plus qu'un groupe comparable

Source : *L'Expansion* (19 novembre-12 décembre 1998 ; 9-29 septembre 1999 ; 19-28 septembre 2000).

8. Noter que de telles clauses semblent assez peu utilisées outre-Atlantique en dépit des critiques, souvent sévères, d'économistes (Abowd et Murphy, 1999) dénonçant l'enrichissement sans cause lié aux formules standards (*Non Qualified Stock Options*).

9. *L'Expansion*, 9-23 septembre, 1999 voir aussi le numéro du 14-28 septembre, 2000.

ment les cadres dirigeants. Dans certains secteurs comme dans celui des entreprises de haute technologie, c'est alors beaucoup plus le marché du travail que la pression des marchés financiers qui est à l'origine de ces changements de politique de rémunération. Une entreprise comme Alcatel a ainsi élargi le nombre de bénéficiaires de stock-options de

1 000 en 1997 à 2 000 en 1998, 4 000 en 1999 pour dépasser 20 000 en 2000. Cet accroissement est directement lié aux acquisitions de start-ups américaines et à la volonté de conserver une population d'ingénieurs de haut niveau se voyant offrir des conditions similaires par les sociétés concurrentes. Cette situation a conduit Alcatel à revoir profondé-

STOCK-OPTIONS : LE CAS D'ALCATEL

Interview du DRH de l'une des divisions américaines ex start-up (novembre 2000) :

« Notre système d'incitations est resté pratiquement inchangé depuis 5 ans. En fait l'essentiel de l'incitation vient des stock-options, qui jouent aussi un rôle majeur pour le recrutement. La valeur des stock-options accumulées par les dirigeants représente aujourd'hui 7 à 8 fois le salaire de base. La règle de levée d'options est la suivante : 25 % au bout d'un an, puis un peu plus de 2 % par mois pendant les trois années suivantes. Le bonus maximum quant à lui représente 20 % du salaire de base (à l'exception des commerciaux pour lesquels le bonus n'est pas « capé » et a pu dépasser le million de \$ annuel). Il est basé à 70 % sur un objectif de revenu et à 30 % sur un objectif individuel (cette partie-là est en pratique toujours donnée...). Le bonus moyen dans le secteur (*networking industry*) est de 17 % (nous nous calons donc sur le marché). Dans ces conditions, le bonus calculé sur le salaire de base relève du *social welfare*, il n'a qu'un intérêt très secondaire pour le manager. Comme en plus, le cours de l'action Alcatel n'a plus aucun rapport avec la performance de notre division, la question de l'incitation est toute théorique.

Aujourd'hui, pour recruter il faut être compétitif à la fois sur le salaire (mais sans plus), les avantages sociaux (mais sans plus) et surtout les options, sachant que les candidats regardent d'abord le nombre d'options (2000 est un bon chiffre actuellement) attribuées sans forcément les valoriser (les raisonnements ne sont pas trop sophistiqués...). »

Réponse de Serge Tchuruk, P-DG de Alcatel, à des critiques sur l'attribution de stock options (Assemblée générale, 2002) :

« Un tiers de nos salariés en bénéficient, soit de 25 000 à 30 000 au total ; 60 % de nos salariés américains en ont et 25 % de nos salariés européens... le plan attribué en décembre 2001 à 25 200 bénéficiaires est une anticipation du plan prévu pour mars 2002, qui a été avancé pour tenir compte de mesures prises par les concurrents. »

Source : *Les Échos*, 18-19 avril 2002

ment l'ensemble de sa politique de rémunération au niveau mondial, selon des principes communs à tous. Des enquêtes menées par des firmes spécialisées permettent d'identifier les pratiques du secteur, pays par pays, puis de définir les bases communes de cette politique. La question ne se pose alors plus en termes d'alignement des managers sur l'actionnaire mais simplement de compétitivité des rémunérations (voir encadré).

3. Le recours à des systèmes de bonus

L'inconvénient majeur des stock-options est de dépendre du résultat global de l'entreprise et non pas de la performance de telle ou telle entité. Pour se rapprocher de l'effort du manager, il est possible de faire dépendre sa rémunération d'un indicateur interne, censé être relié à la performance boursière, et lui-même déclinable sur le plan organisationnel.

Dans certaines entreprises, on a alors assisté à l'évolution suivante. On est passé d'un objectif de marge à un objectif de résultat opérationnel avant impôts puis à un objectif de taux de retour sur le capital investi et enfin à l'EVA¹⁰.

La discussion qui suit et qui vise à illustrer les difficultés rencontrées dans la mise en œuvre, se place sur le terrain de l'EVA qui constitue la forme la plus aboutie de cette évolution.

Rappel des principes

L'EVA¹¹ offre un avantage théorique important : la valeur actuelle nette des EVA représente la valeur économique des cash-flows

futurs. Cette propriété permet de construire des schémas incitatifs pluriannuels sur l'EVA qui soient directement en phase avec la maximisation de la valeur actuelle de l'entreprise. Dans un tel contrat les primes annuelles seront déterminées par l'écart relatif à des objectifs pluriannuels fixés à l'avance, soit directement, soit à travers une formule prédéfinie. Dans une certaine mesure l'EVA permet de matérialiser l'exigence d'un taux de rentabilité pour l'actionnaire.

Pour bien marquer la rupture de philosophie avec les systèmes traditionnels, l'objectif à atteindre est en effet déterminé en référence à une attente externe et non plus par rapport à la négociation budgétaire. Cette rupture implique plus de responsabilité vis-à-vis d'un résultat à atteindre, plus de force dans les incitations mises en place, plus d'engagement à long terme.

Introduire une perspective économique dans l'indicateur interne retenu

Il ne faut pas sous-estimer les difficultés pratiques associées au passage d'une attente externe à un indicateur interne. Par exemple, la plupart des investissements majeurs (acquisitions notamment) génèrent des niveaux faibles de ROCE (taux de rentabilité des capitaux propres), et donc d'EVA, au cours des deux ou trois premières années qui suivent. On peut alors essayer de neutraliser ce phénomène en anticipant ces écarts et en réallouant les « pertes » sur les exercices futurs. De tels ajustements sont possibles mais deviennent

10. Voir Bromwich et Walker, 1998 pour une synthèse retraçant cette évolution.

11. On rappelle que l'EVA, marque déposée par la société Stern, Stewart & Co, est une variante de la notion ancienne de bénéfice résiduel, $BR = (\text{taux de rentabilité des capitaux propres} - \text{coût des capitaux propres}) \times \text{Capitaux propres}$. Il existe sur le marché du conseil en entreprise de nombreuses variantes de cette notion. Voir par exemple Ponsard et Zarlowski, (1999), pour une présentation critique de l'EVA.

vite arbitraires. Ils nécessitent en outre des systèmes de suivi très détaillés.

Les mêmes questions se posent pour les dépenses de recherche développement qu'il serait plus « économique » de capitaliser.

Les provisions doivent aussi être réanalysées dans une perspective économique. Par exemple, une provision pour reconstitution de gisement est une dépense courante alors qu'une provision pour restructuration est une dépense exceptionnelle à capitaliser.

Il est donc nécessaire de mettre en place une série de règles qui explicitent le passage de l'indicateur comptable vers l'indicateur interne. Ces règles doivent bien sûr être comprises pour engendrer les comportements vertueux attendus.

Les limites du caractère pluriannuel

Une approche complémentaire à l'introduction de règles « économiques » consiste à mettre en œuvre des contrats pluriannuels. On peut penser par exemple à introduire des « banques » de bonus. En pratique, cela revient à déconnecter le calcul du bonus de son versement effectif : alors que le premier est effectué pour chaque période élémentaire (typiquement l'année), le second est lissé en fonction de l'horizon sur lequel on décide de raisonner (on versera par exemple chaque année un tiers des bonus accumulés si l'on décide de faire fonctionner la banque sur trois ans).

Le crédit initial dans la banque correspond aux crédits accumulés et non encore versés. Le bonus annuel est calculé en fonction du niveau de performance atteint relatif à la cible révisée, ce bonus se rajoute au crédit de la banque, et le bonus payé correspond à une fraction de ce montant.

Ce mécanisme permet de variabiliser la rémunération à la hausse, ce qui est très

classique, mais aussi à la baisse en attribuant des malus, ce qui l'est beaucoup moins. Une contre-performance peut être sanctionnée sans trop pénaliser le responsable dans la mesure où les versements sont lissés dans le temps. De ce fait, l'attribution de bonus beaucoup plus importants devient alors plus légitime : la contrepartie d'un vrai partage du risque est une rémunération plus élevée.

La gestion des ressources humaines

Quelle que soit la formule adoptée pour pluri-annualiser les incitations, le bon calibrage du système est évidemment déterminant : fixation de la cible moyenne et de l'intensité de l'incitation, intensité qui doit en principe être fonction du degré de volatilité attendu de l'indicateur. On conçoit facilement que la mise en place de ces nouvelles règles du jeu demande de nombreuses simulations avant d'obtenir l'adhésion de protagonistes habitués à des schémas plus élémentaires (bonus annuel avec plancher et plafond).

Des performances médiocres successives qui peuvent être associées à une récession non prévue et touchant l'ensemble des acteurs d'un secteur sans qu'il soit possible d'incriminer le comportement des responsables en place introduiront un doute sur la pertinence de la cible. L'introduction de clauses de sauvegarde discrétionnaires, pour éviter de voir partir les responsables correspondants, pourra paraître inéquitable vis-à-vis d'autres responsables moins privilégiés. Par ailleurs, la rotation naturelle des carrières dans un groupe n'est pas forcément associée au cadre temporaire permettant d'apprécier la rentabilité pluriannuelle de l'activité si bien qu'il pourra paraître arbitraire de faire supporter à un nouveau responsable les

conséquences de prévisions faites par quelqu'un autre surtout lorsqu'elles se sont révélées lourdement erronées.

La multiplication des objectifs et la complexité du système

Le choix d'un indicateur financier pour asseoir une rémunération variable ne saurait résumer l'objectif assigné à un manager. Plus on descend dans l'organisation, plus les critères financiers s'accompagnent de critères plus techniques ou commerciaux. La question de la cohérence entre ces divers critères et de leur mode de consolidation en un bonus global devient alors très importante. L'expérience menée chez ATT aux États-Unis met en évidence les difficultés correspondantes (Ittner et Larcker, 1998). Au plus fort du déploiement du critère EVA au début des années 1990, près de 110 000 employés étaient directement impliqués, la sensibilisation du maximum d'employés au coût des

capitaux engagés étant la première préoccupation de la direction générale. Passée cette première phase, d'autres critères furent introduits d'abord relativement à la satisfaction de la clientèle puis relativement à la satisfaction des employés. Devant la contradiction entre les résultats affichés en interne et ceux perçus par les actionnaires (suite notamment à des acquisitions « stratégiques » dont les survaleurs étaient effectivement différées pour ne pas pénaliser les EVA annuelles des unités correspondantes, l'EVA de ces unités était en augmentation alors le cours de bourse global d'ATT était en baisse), des débats techniques sur les ajustements à effectuer firent planer un doute de manipulations des indicateurs. Un changement de l'équipe de direction intervenu en 1997 allait conduire l'entreprise à revenir à des critères comptables traditionnels dont le seul avantage est certainement d'être perçus comme moins discutables.

LA MISE EN PLACE DE L'EVA CHEZ LAFARGE

L'introduction d'une rémunération variable dans le groupe Lafarge s'est faite en 1999. Cette introduction suit une logique *top-down* destinée à s'appliquer à toutes les unités du groupe.

En 2002 les principes du système étaient schématiquement les suivants :

- définition précise d'une méthode de calcul d'une EVA annuelle au niveau du groupe, des divisions et de chaque unité opérationnelle (soit plusieurs centaines d'entités organisationnelles), introduction en 1999 de plusieurs ajustements extra-comptables notamment pour les investissements majeurs (capitalisation de l'EVA négative sur les premières années et report sur les années suivantes), ces ajustements ont été simplifiés par la suite ;
- fixation d'un objectif moyen d'EVA pour l'année n sur une base externe rigide, une possibilité de modulation pour tenir compte de la conjoncture propre à l'entité considérée a ensuite été introduite ;
- fixation d'une *stretchgoal* pour l'année n donnant droit au bonus maximal et déterminé en fonction de la volatilité propre à l'entité considérée ; par ailleurs il n'y pas de bonus négatifs ;

- paiement d'un bonus annuel composé de deux termes, une composante annuelle résultant directement de la position de l'EVA de l'année n par rapport aux objectifs de l'année et une composante pluriannuelle destinée à encourager la prise en compte d'effets à long terme de la part des managers et à limiter les effets de seuil (plafond et plancher) du bonus annuel ; le bonus pluriannuel est lui-même plafonné ;
- le bonus final individuel tient aussi compte pour deux tiers du bonus de l'unité dont le manager a la responsabilité et pour un tiers du bonus de l'entité à laquelle cette unité est elle-même rattachée.

Cette démarche s'inspire de l'approche préconisée par Stern&Stewart (1991), elle-même mise en œuvre dans de nombreuses entreprises américaines. Deux différences méritent d'être soulignées : l'introduction de seuils plus conforme à l'esprit égalitaire européen, une modalité tout à fait originale de bonus pluriannuel qui s'apparente à une sorte de « banque de bonus » glissante. Par ailleurs, la persistance à côté de ce bonus financier d'un bonus sur objectifs personnels plus traditionnel, et ceci quel que soit le niveau hiérarchique, traduit le souci de préserver un système de valeurs financière et non strictement financière plus équilibré que dans de nombreux groupes anglo-saxons.

La mise en œuvre au sein du groupe s'est faite grâce à un programme extrêmement intensif de formation (introduction à l'analyse financière, élaboration de *business models* destinés à illustrer l'impact de différents leviers sur l'EVA, etc.) avec comme principal souci de faire partager l'importance du coût du capital dans la prise de décision.

Un « administrateur » du système est chargé d'assurer la collecte et la cohérence des données nécessaires au bon fonctionnement du système. Déployé d'abord au niveau des cadres supérieurs, ce système concerne en 2001 plus de 1 500 personnes sur un total de 71 000 collaborateurs.

Note : cette présentation s'appuie sur des entretiens avec des responsables de l'entreprise entre 1999 et 2002.

CONCLUSION

Lorsqu'on observe l'évolution des pratiques de pilotage depuis une vingtaine d'années, un croisement de perspective frappant apparaît. Un grand nombre de réformes – gestion par processus, gestion de projets transversaux, méthodes ABC en comptabilité de gestion, etc. – ont consisté à retrouver les flux physiques derrière les flux financiers. L'accent était d'abord mis sur les questions de coordination (Demeestère *et*

al., 1997) : après avoir maximisé les performances locales, comment optimiser les interfaces entre unités contribuant à une même production ? Comment construire une connaissance commune pour développer une innovation ? Comment identifier les générateurs de coûts transversaux ?, etc. Avec la vogue de la création de valeur et l'influence croissante des investisseurs institutionnels, une autre perspective a pris le dessus : celle, largement développée dans

la théorie de l'agence, de l'élaboration de mécanismes de contrôle des engagements entre parties aux intérêts potentiellement divergents (actionnaires et dirigeants). L'alignement des incitations est une question centrale des réformes engagées : recours à des critères financiers articulant vision externe et interne de la valeur, supports de rémunération appuyés sur des valeurs de marché, variabilité accrue des rémunérations en fonction des performances réellement obtenues (à la limite peu importe ce qui s'est passé), etc. D'une certaine manière, ces approches ont conduit à faire abstraction des préoccupations précédentes et à ne s'intéresser qu'aux résultats produits par les firmes, vues comme des boîtes noires, sans entrer dans le détail de leurs opérations.

La période actuelle constitue très probablement une phase de confrontation de ces deux perspectives. La perspective « opérationnelle » ne répond pas complètement à la préoccupation de couplage entre des performances non financières de qualité et l'obtention de réelles performances financières. La perspective « financière » est fortement critiquée pour l'attention excessive sur le court terme (le cours de bourse trimestriel) qu'elle pourrait provoquer avec son cortège de décisions nuisibles au développement à long terme de l'entreprise (sous-investissement, cessions, absence d'innovation, etc.). Il faut certainement voir dans ces deux séries de reproches l'une des raisons du succès actuel – de principe (les applications ne sont pas aussi concluantes) – d'approches comme le « *balanced scorecard* », qui proposent un

cadre de pilotage rendant indissociables les objectifs financiers et non financiers : innovation, apprentissage, satisfaction clients, etc. (Bourguignon, Malleret, Norreklit, 2002). Au-delà de l'effet de mode et de l'absence de réelle innovation conceptuelle associés à un tel outil, l'intérêt qu'il suscite traduit aussi le fait que la perspective financière porte en germe le retour à une perspective « opérationnelle rénovée ».

Les engagements nouveaux entre actionnaires et dirigeants engendrent en effet de fortes contraintes pour le pilotage des firmes : la plus grande transparence vis-à-vis de l'extérieur suppose une grande fiabilité et rapidité des systèmes de reporting et de reprévision des résultats, qui passent souvent par l'intégration des systèmes de gestion des différentes unités (voir la diffusion des ERP). L'obligation étant non seulement de « dire ce que l'on fait » (transparence) mais aussi de « faire ce que l'on dit » (la surprise est très coûteuse dans la relation avec le marché financier), les systèmes de pilotage doivent permettre de régler finement l'atterrissage sur la cible avec de plus en plus d'effets de cliquet liés à l'annonce des résultats chaque trimestre. Cela conduit à renforcer considérablement les mécanismes de contrôle budgétaire décomposant en détail le contenu des différentes boîtes noires et cherchant à articuler plus efficacement l'ensemble des leviers de performance. Que la pression pour des résultats financiers à court terme se traduise finalement par un certain retour de la planification à moyen terme ne serait donc pas le moindre des paradoxes de cette influence des investisseurs institutionnels sur les firmes...

BIBLIOGRAPHIE

- Abowd J., Murphy D., « Executive compensation: six questions that need answering », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, 1999, p. 145-168.
- Bourguignon A., Malleret V., Norreklit H., « From Tableaux de bord to balanced scorecard », *Comptabilité Contrôle Audit*, 2002.
- Bromwich, M., Walker, M., « Residual income past and future », *Management Accounting Research*, vol. 9, 1998, p. 391-419.
- Cappelli, P., « The Scott Paper Case », Working Paper, Wharton Business School, Department of Management, 1997.
- Charreaux G., Desbrières Ph., « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, 1998, p. 57-88.
- COB, « Étude de la communication sur la création de valeur actionnariale dans les rapports annuels des entreprises du CAC 40 », Bulletin COB n° 346, mai 2000, p. 64-77.
- COB, « Recommandation n° 2001-01 relative à la communication des émetteurs sur la création de valeur actionnariale », Bulletin COB n° 356, avril 2001, p. 1-6.
- Demeestère R., Lorino P., Mottis N., *Contrôle de gestion et pilotage*, Nathan Université, 1997.
- Dial J., Murphy K., « Incentives, downsizing and value creation at General Dynamics », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, 1995, p. 261-314.
- Desbrières P., Mercier S., « Enjeux éthiques des formules d'actionnariat des dirigeants », *Revue française de gestion*, novembre-décembre 2001, p. 86-99.
- Gates S., « Aligning performance measures and incentives in European companies », *Worldat Work Journal*, 3^e trimestre, 2000.
- Gehrke I., « Valeur actionnariale, le rattrapage de l'Allemagne », *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises*, Plihon D. et Ponsard J.P. (éds.) La Documentation Française, Paris, 2002 .
- Ittner C., Larcker D., « Innovations in performance management: trends and research implications », *Journal of Management Accounting Research*, vol. 10, 1998, p. 205-239.
- Jeffers E., Plihon D., « Politiques et modes de gestion des fonds d'investissement », *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises*, Plihon D. et Ponsard J.P. (éds.), La Documentation Française, Paris 2002.
- Kaplan R.S. and Norton D.P., *The balanced scorecard*, Harvard Business School Press, Boston, Mass., 1996.
- Kleiner T., « Building up an asset management industry-forays of an Anglo-Saxon logic into the French business system », *Globalization and Institutions: Redefining the Rules of the Economic Game*, Djelic M.L. and Quack S. (eds.), Cheltenham: Edward Elgar, 2002.
- Martinet A.C., Reynaud E., « Shareholders, stakeholders et stratégie », *Revue française de gestion*, novembre-décembre 2001, p. 12-25.
- Morin F., « L'économie française face aux fonds de pension américains. Quelles leçons pour le système de retraite », dans Davanne *et al.*, *Retraites et épargne. Les rapports du Conseil d'analyse économique*, n° 7, La Documentation Française, Paris 1998.

Mottis N., Ponssard J.P., «L'impact des FIE dans le pilotage des entreprises», *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises*, Plihon D. et Ponssard J.P. (éds.), La Documentation Française, Paris 2002.

Orléan A., *Le pouvoir de la finance*, Ed. Odile Jacob, 1999.

Plihon D., «Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale», in *Cahiers français*, n° 289, La Documentation Française, Paris 1999.

Plihon D., Ponssard J.P., «Les fonds éthiques», *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises*, Plihon D. et Ponssard J.P. (éds.), La Documentation Française, Paris 2002.

Plihon D., Ponssard J.P. et Zarlowski Ph., «Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise : une hypothèse de double convergence», *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises*, Plihon D. et Ponssard J.P. (éds.), La Documentation Française, Paris 2002.

Ponssard J.-P., Zarlowski P., Principes et apports des nouveaux indicateurs de création de valeur, *Revue française de gestion*, janvier 1999, p. 91-98.

Prendergast C., « The provision of incentives in firms », *Journal of Economic Literature*, vol. 37, n° 7, 1999, p. 63.

Saulpic O., Tanguy H., «Les enseignements de la théorie financière pour évaluer le rôle des FIE», *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises*, Plihon D. et Ponssard J.P. (éds.), La Documentation Française, Paris 2002.

Stewart III G. B., *The Quest for Value*, New York, Harper Business, 1991.