



LES RÉMUNÉRATIONS : LE VER EST-IL DANS LE FRUIT ?

PAUL DEMBINSKI*

Entourée d'une grande discrétion pendant des décennies, justifiée à coup d'expédients quasi-idéologiques, la justification des rémunérations des « capitaines » de l'économie et de la finance prend les allures d'un débat de société. Les banques centrales, le G7, les parlements s'emparent aujourd'hui de la problématique avec le danger que cela présente de réglementations à la hussarde, mal préparées, peu réfléchies. La présente contribution n'a pas d'autres objectifs que d'analyser le problème dans une triple perspective. La première est celle de savoir si c'est les niveaux ou les mécanismes qui posent problème et pourquoi ? La deuxième interroge l'opposition désormais classique entre le contrôle et la propriété des entreprises cotées en

bourse. La troisième finalement inscrit la question des rémunérations dans une réflexion plus large qui tient compte à la fois des dimensions éthique et systémique des solutions envisagées, à travers la reprise en annexe du Manifeste de l'Observatoire de la Finance, « Pour une finance au service du bien commun ».

QU'EST-CE QUI POSE PROBLÈME : LES NIVEAUX OU LES MÉCANISMES ?

Ainsi, dans le débat actuel il faut, d'emblée, distinguer deux aspects. Le premier concerne les mécanismes qui déterminent les rémunérations, alors que le second porte sur leurs niveaux.

* Observatoire de la Finance, Directeur.



Les rémunérations dont il s'agit ici relèvent d'un contrat de travail et portent donc sur une activité réalisée sur instruction de l'employeur. Elles ne doivent pas être confondues ni avec les revenus d'une fortune mobilière, ni avec ceux d'un dirigeant-proprétaire. Dans la plupart des très grandes entreprises, les rémunérations des hauts dirigeants ou « *top executives* » ont trois voire quatre composantes : une rémunération fixe, des avantages en nature liés de près ou de loin à la fonction et un volet incitatif en cas de succès soit par l'octroi d'actions de l'entreprise soit sous forme de droits d'achats (*stock-options*) de ces mêmes actions à des prix fixés à l'avance. Finalement, la quatrième composante du contrat de travail couvre les conditions de sortie et les dédommagements éventuels en cas de rupture de contrat - les parachutes dorés tant décriés.

Le débat se focalise aujourd'hui sur les deux composantes les plus visibles du paquet salarial, à savoir la rémunération fixe et surtout le volet incitatif lequel, selon la valeur de marché des actions, peut se chiffrer à plusieurs millions d'euros par année. Paradoxalement, on parle nettement moins de la contre-prestation attendue du dirigeant. Selon la doctrine dominante aujourd'hui, la seule raison d'être d'une entreprise est la création de valeur pour l'actionnaire - la « *shareholder value* ». Par conséquent, le seul objectif légitime au sens contractuel de l'activité du dirigeant consiste à faire en sorte que le patrimoine de l'actionnaire-employeur, mesuré par le cours en bourse, croisse aussi vite que possible. En transformant le dirigeant en co-actionnaire, le volet incitatif aligne ses

intérêts avec ceux des autres actionnaires. Le mécanisme incitatif n'est donc pas anodin, puisqu'il s'enracine et se justifie d'une part dans la vision aujourd'hui dominante de l'entreprise, de sa finalité et de sa place dans la société, et de l'autre dans la méfiance de l'actionnaire à l'égard du dirigeant. En effet, en donnant la prééminence au volet incitatif, l'actionnaire mise sur la cupidité du dirigeant pour le brider et rééquilibrer ainsi un rapport de forces par ailleurs défavorable à l'actionnaire du fait de son éloignement des affaires courantes de l'entreprise.

Les questions de la nature de l'entreprise et de la cupidité comme vertu principale du dirigeant sont passées sous silence dans le débat actuel sur rémunérations des dirigeants. Or il s'agit de prémices fondamentales qui légitiment le mécanisme mis en place pour déterminer les rémunérations. Plutôt que profiter de l'ambiance actuelle de scandale pour poser ces questions de fond, le débat s'enlise - y serait-il cantonné à dessein ? - dans la discussion technique sur la « gouvernance des entreprises », débat articulé autour de trois points principaux. Ainsi il s'agit en premier lieu de s'assurer qu'il y a transparence et lisibilité suffisantes pour les actionnaires des montants et du mode de fixation des paramètres des rémunérations. Ceci conduit à analyser le fonctionnement interne du conseil d'administration, le cumul de postes etc. La discussion peut porter également sur la combinaison adéquate des divers instruments incitatifs susceptible d'assurer la convergence optimale des intérêts du dirigeant avec ceux des actionnaires aussi dans le



moyen, et pas seulement dans le court terme. Cette question prend toute son importance en regard des fusions et acquisitions. Enfin, la discussion technique s'interroge aussi sur la manière de déterminer le niveau du cours de l'action qui déclenchera le mécanisme incitatif tant il est vrai que le cours dépend au moins autant de l'état général du marché boursier que de la performance effective de l'entreprise ou du dirigeant individuel. Bien que toutes ces questions aient leur importance, elles portent sur l'efficacité technique des mesures et ne sauraient occulter le débat de fond sur les principes de l'ordre économique, tels que la place de l'entreprise au cœur de la société et de celle de l'homme - fût-il dirigeant - au cœur de l'entreprise.

La deuxième voie d'entrée dans la discussion sur les rémunérations met l'accent sur la justification de leurs niveaux, faisant ainsi passer la discussion des mécanismes au second plan. Une des justifications les plus souvent invoquées se base sur la productivité. Selon cet argument, la productivité du dirigeant mesurée en accroissement de valeur pour l'actionnaire justifie naturellement la rémunération. Le point faible de ce raisonnement tient au caractère non démontrable de la causalité alléguée. Par ailleurs, on peut s'interroger si la mesure de la productivité en termes de valeur ajoutée ne serait pas plus adéquate. Le second argument avancé tient au « prix de marché » que de telles rémunérations refléteraient. La globalisation des entreprises décroïssonne des « marchés » jadis nationaux. Il est donc normal que l'Europe s'aligne progressivement sur les pratiques américaines et asiatiques

dit-on. Toutefois, on peut s'interroger si le marché en question existe. En effet, le nombre de positions à très hautes rémunérations se limite à quelques milliers au niveau mondial, ce qui donne que peu de contrats annuels. Ajoutons à cela qu'aussi bien les chasseurs de têtes que les membres des conseils d'administration dont dépendent les engagements pourraient avoir intérêt à ce que les contrats se fassent avec des rémunérations très élevées. Finalement, il y a l'argument du risque que prend le dirigeant et l'importance de la responsabilité assumée. La rémunération serait un « dédommagement » naturel pour cette exposition. Il s'agit d'un argument significatif, tant il est vrai qu'il fait du dirigeant un « surhomme » prenant un risque « total » qui le rendrait, en cas d'échec, non-employable par ailleurs. Les élites au pouvoir dans les pays connus pour leur niveau de corruption, utilisent un argument analogue pour se justifier...

Une analyse américaine montre qu'en 2004 la rémunération moyenne d'un dirigeant d'une très grande entreprise s'élevait à 437 fois le salaire moyen alors qu'en 1990 le multiple était de 107. Peut-on, en d'autres termes justifier de telles rémunérations en termes de justice sociale, en termes du « juste prix » ? Pour y répondre, il faut préciser qui paie le dirigeant. Quel que soit le mode de calcul, en dernière analyse, ce sont d'une part les actionnaires de demain, de l'autre les parties prenantes qui ont contribué aujourd'hui à la performance économique (employés, fournisseurs, collectivités publiques, clients). Paradoxalement, ces acteurs-là sont tous davantage spectateurs que parties prenantes aux décisions

concernant les paquets de rémunération. Nous voici revenus aux sources du pacte social dont l'entreprise n'est qu'une des composantes. La question de la rémunération est bien plus qu'un simple épiphénomène et devrait être abordée comme partie d'un débat à la fois plus profond et plus urgent.

L'ENTREPRISE COTÉE, LES FORCES EN PRÉSENCE NE SONT PAS CELLES QUE L'ON CROIT

Dans un ouvrage désormais classique, le juriste A. Berle et l'économiste G. Means, montraient dès 1936 que la méga-entreprise cotée d'alors n'avait plus rien en commun avec l'entreprise dirigée par son propriétaire. Ces deux auteurs ont introduit la désormais fameuse distinction entre d'un côté le contrôle actif et de l'autre la propriété passive. D'un côté, le « manager », ce mercenaire dont les services sont loués par les détenteurs d'actions (propriétaires) trop nombreux, trop dispersés, trop désorientés, trop peu compétents pour assumer eux-mêmes les tâches managériales, de l'autre les propriétaires devenus des détenteurs passifs de droits à une portion du résultat de l'entreprise dont le sort dépend de la probité des managers. Et les auteurs de s'interroger sur les conséquences, potentiellement perverses, de l'asymétrie ainsi apparue entre l'actionnaire, « dépossédé » du contrôle effectif, et le mercenaire placé aux commandes. Comment s'assurer que le mercenaire ne profite pas au détriment de l'actionnaire de l'avantage que lui donne

l'emprise directe sur la marche des affaires ? La réponse, bien connue, esquissée déjà par Berle & Means, est donnée aujourd'hui par la « théorie de l'agence » élaborée par E. Fama & M. Jensen dans le courant des années 1980. Sur cette base s'est développée durant la décennie suivante la « doctrine » de la *shareholder value* - valeur pour l'actionnaire - aujourd'hui largement acceptée. Selon elle, pour corriger la perte de son pouvoir, il suffit que l'actionnaire consente à « aligner » les intérêts du manager, c'est-à-dire sa rémunération, sur les siens propres.

Au terme d'un tel alignement des intérêts, la cupidité du manager aidant, l'actionnaire n'aurait plus rien à craindre du manager. À y regarder de près toutefois, le fait de rattacher la rémunération des managers au bénéfice ou au cours en bourse les met dans une position en porte-à-faux par rapport aux autres parties prenantes à l'entreprise. En effet, l'alignement des intérêts dont il est question conduit à déplacer la loyauté du manager de l'entreprise en tant que telle - sa croissance, sa taille, sa pérennité effective, son développement - vers la valeur (financière) telle qu'elle est reflétée par le cours sur le marché boursier. Un tel déplacement des enjeux modifie en fait en profondeur le mandat du manager, il cesse d'être gestionnaire de capacités de production, pour devenir gestionnaire pour l'actionnaire d'une valeur financière qu'accidentellement ces capacités représentent. D'opérateur économique, il est propulsé stratège qui déplace les pions sur un échiquier à dominante avant toute financière. Vu de l'intérieur de l'entreprise, le



manager ainsi instrumentalisé par l'actionnaire devient à son tour, l'instrumentalisateur de toutes les autres parties prenantes pour les soumettre à la pression du résultat pour l'actionnaire.

L'articulation mécanique des contrats et des incitations au nom du « droit de propriété » a exercé pendant les deux dernières décennies une séduction sans pareille sur le monde bien pensant de l'économie et de la finance. Pourtant, la vision de l'entreprise qu'elle véhicule est - paradoxalement - très proche de celle proposée par Marx : la seule finalité, la seule intention du capital est l'instrumentalisation du travail. L'entreprise, et par extension la société, sont des lieux d'affrontement et de conflit entre le travail et le capital : même si les termes ont changé, la nature de la confrontation reste la même pour Karl Marx et pour Alfred Rappaport, le père de la doctrine de la valeur pour l'actionnaire. Cette vision de l'entreprise conduit à en faire une réalité éphémère et fragile : chacune des parties prenantes recherche une meilleure alternative. Cela est supposé vrai et légitime de l'actionnaire, du manager, du client ou fournisseur, du collaborateur dont toutefois la mobilité spatiale est probablement la plus réduite.

À l'opposé, on trouve parfois l'idée de l'entreprise en tant que « communauté », en tant que lieu d'alliance ou au moins de coopération entre le capital et le travail. En effet, alliance et interdépendance laissent entrevoir une certaine solidarité où s'efface le rapport de force, notamment parce que la « sortie » de l'actionnaire est moins facile faute de marché boursier. Cette

vision de l'entreprise, ancrée dans l'approche japonaise et dans la « *Soziale Marktwirtschaft* » ordo-libérale allemande, a certes cédé du terrain, durant les dernières décennies, mais certes n'a pas (encore) totalement disparu. Elle est présente aussi dans le milieu des entreprises moyennes, souvent familiales, dont le discours est parfois teinté d'un point de nostalgie du paternalisme. Dans les entreprises, même quand elles sont cotées, s'inscrivant dans cette philosophie-là, les rémunérations des dirigeants n'ont pas souvent fait scandale. Elles sont ajustées de manière à préserver la communauté - donc à ne pas choquer et rester dans l'acceptable.

En plus de fragiliser l'entreprise, la construction théorique qui justifie les rémunérations exorbitantes des top-managers par la *shareholder value*, souffre d'un vice de construction. En effet, pour les quelques centaines des plus grandes entreprises mondiales dont les titres sont les plus liquides, l'actionnaire est devenu nomade. Les statistiques le montrent à loisir : d'une part les actions changent de mains selon les statistiques, environ une fois par année ; d'autre part elles sont détenues par des fonds d'investissements, fonds de pension ou autres institutionnels qui ne sont que des intermédiaires ou des gestionnaires de l'avoir des autres. L'actionnaire identifiable et attaché à l'entreprise n'existe presque plus, ayant été remplacé par une masse de liquidités en mouvement permanent qui, dans le cadre d'un mandat, se trouve « porteuse » d'actions. Cette substitution de l'actionnaire stable par l'actionnaire nomade a une importance capitale. En effet, ce que demande l'actionnaire nomade de l'entreprise et

donc de son management c'est de dégager de la « plus value boursière » pendant le court laps de temps où l'action se trouve en possession de cet actionnaire, cela lui étant nécessaire pour réaliser « une prise de bénéfices ». En d'autres termes, l'actionnaire nomade veut de la performance financière à court terme tandis que l'intermédiaire financier profite d'une volatilité accrue qui permet de justifier des transactions facturées ensuite à l'épargnant. Comme ce sont ces mêmes institutionnels qui siègent aussi dans les conseils d'administration, ce sont eux en dernière analyse qui fixent les modes et mécanismes de rémunération des managers. Ils auraient ainsi « usurpé », en partie en tout cas, les prérogatives traditionnelles de l'actionnaire et « alignent » dorénavant les intérêts des managers sur les leurs, qui ne coïncident pas nécessairement avec ceux des détenteurs ultimes des parts de fonds d'investissement, de polices d'assurance-vie ou d'autres véhicules de prévoyance. Là où le détenteur ultime pourrait souhaiter - à l'instar de l'actionnaire d'Épinal -

une performance de l'entreprise inscrite dans le long terme, l'intermédiaire financier préfère un résultat à court terme. Si cette analyse est vraie, s'il y a bel et bien dévoiement des intérêts bien compris du détenteur ultime du produit financier au profit de ceux des intermédiaires, et l'argument central justifiant le mode de rémunération des top-managers s'effondre. Il y aurait donc bien « ver dans le fruit ».

La démonstration qui précède montre comment la logique financière a pris le dessus sur la logique d'entreprise, comment le temps de la finance s'est imposé au temps de la fructification économique, comment la finance a colonisé et instrumentalisé l'entreprise. Les rémunérations des top-managers ne sont ainsi qu'un aspect d'un processus plus vaste, d'un processus de portée systémique, appelé « financiarisation ». Au terme de plus de dix ans de travail, l'Observatoire de la Finance a rendu public, en mars 2008, un diagnostic de ce processus que nous reproduisons dans l'annexe 1.

Annexe I

Pour une finance au service du bien commun - le Manifeste de l'Observatoire de la Finance¹

Les turbulences financières actuelles, quel que soit leur aboutissement immédiat, sont de nature systémique. Elles sont le symptôme de la pression croissante qui, année après année, fragilise les assises matérielles, sociales, intellectuelles et éthiques du système socio-économique basé sur la liberté politique et économique. Dans un rapport récent², l'Observatoire de la



Finance procède à une analyse étendue de cette transformation qui, si elle n'est pas d'abord identifiée et ensuite désamorcée, risque de détourner à brève échéance l'économie de marché de sa vocation première qui est de promouvoir la dignité et le bonheur de la personne humaine.

Une société n'est jamais figée ; elle est en quête permanente et décentralisée des arrangements les mieux adaptés aux enjeux du moment. Il en va ainsi aujourd'hui. Depuis une trentaine d'années (depuis la fin des « Trente glorieuses »), la place de la finance n'a cessé d'augmenter aussi bien dans l'économie que dans les représentations et les aspirations des acteurs politiques, économiques et sociaux. Ce processus de montée en puissance de pratiques, de techniques mais aussi de représentations et de valeurs liées à la finance est parfois qualifié de « financiarisation ». C'est à l'analyse des multiples dimensions du processus de financiarisation que l'Observatoire de la Finance a consacré son dernier rapport. Le rapport montre comment la financiarisation a transformé l'économie et la société contemporaines en les organisant autour d'une nouvelle cohérence centrée sur l'efficacité financière. Aujourd'hui, poussée à l'extrême, cette cohérence approche de son point de rupture.

Au terme des Trente glorieuses les pays occidentaux ont massivement adossé des promesses de rentes et de retraites à des volumes d'épargne détenus durablement sous forme de liquidités financières. La viabilité à long terme de ces constructions faites de promesses est aujourd'hui dépendante de la capacité de rendement des instruments financiers en question. Parallèlement, se sont développés d'autres « silos d'épargne » avec leurs propres exigences de rendement. Cette évolution a progressivement exposé l'économie dite productive à une ponction croissante l'obligeant à consacrer un volume toujours plus grand - en termes absolus et en proportion - de la valeur ajoutée à la rémunération de l'épargne ainsi placée. Dans un premier temps, ce sont les entreprises cotées en bourse qui ont subi cette pression. Elles l'ont reportée ensuite dans trois directions complémentaires : leurs collaborateurs à travers le monde soumis à des exigences de résultats de plus en plus poussées, les consommateurs exposés à une pression toujours plus forte de l'innovation couplée aux techniques de marketing de plus en plus sophistiquées, et les entreprises plus petites, au Nord comme au Sud, les fournisseurs et les distributeurs des grandes, soumises elles aussi à une pression de résultats souvent insoutenable. L'exigence de rendement, financière à l'origine, a infiltré d'abord l'ensemble de l'économie pour ensuite devenir omniprésente dans la société et jusque dans la culture de la vie quotidienne. Cette évolution a amené aujourd'hui les sociétés occidentales à une situation paradoxale où elles ont perdu leur liberté car leur présent est de fait contraint par les exigences imposées par leur propre avenir financier, tel qu'il a été articulé par les architectes des retraites par capitalisation et proposé par les avocats de

la *shareholder value*. Cet « avenir radieux » est en train de s'avérer aussi chimérique que l'a été celui proposé par l'utopie communiste.

Les progrès de la logique financière ont été grandement facilités par la justification politique de la dérégulation qui les a accompagnés, ainsi que par l'expression de la rationalité financière sous forme de « lois » et autres « théorèmes » couronnés par des prix Nobel. Le rouleau compresseur de « l'éthos de l'efficacité », ainsi validé par des vérités « démontrées », a progressivement eu raison des résistances morales et éthiques.

Au terme de plus de trente années de progrès de la financiarisation, l'état des fondements du système économique et social est inquiétant à plus d'un titre. C'est dans ce contexte que doivent être interprétées les turbulences financières actuelles, signe avant coureur d'une probable rupture systémique.

La financiarisation a débouché sur la prééminence quasi absolue de la transaction au détriment de la relation. La finance contemporaine a triomphé parce qu'elle a porté au paroxysme la quête du « gain en capital » et celle de l'option de sortie immédiate, réalisées instantanément dans la transaction. Parallèlement, la patience, la loyauté, la durée et la confiance, piliers de la relation, se sont affaiblies avec pour conséquence une montée de la méfiance ; la liquidité des marchés financiers n'étant rien d'autre qu'un succédané mécanique de la confiance interpersonnelle.

L'éthos de l'efficacité a eu raison de la plupart des résistances morales et s'est imposé comme le critère ultime de jugement. Or, portée à l'extrême, la préoccupation d'efficacité aboutit à des procédures internes et à des organigrammes de plus en plus affûtés répartissant les tâches et les responsabilités de manière de plus en plus stricte, au point où les collaborateurs perdent le sens et la signification de leurs actes. Cette tendance est sur le point de déboucher sur une « aliénation éthique » généralisée des collaborateurs qui cessent de s'intéresser, de se préoccuper et de comprendre le sens et la portée de leurs activités au-delà de la simple question de la rémunération.

L'éthos de l'efficacité émancipé de l'autorité de la morale a progressivement encouragé l'expression de plus en plus brutale de la cupidité, visible notamment dans l'asservissement des relations de confiance aux besoins des transactions et des sorties intempestives. Ces trahisons et manques patents de loyauté à répétition sont sur le point d'avoir raison du rouage essentiel à toute économie de marché et à toute société libre, à savoir la confiance interpersonnelle. Au marché libre, ancré dans un sens de responsabilité des acteurs, est sur le point de succéder un marché « cupide », qui à son tour appelle à une escalade de contrôles, de normes et de procédures tant publiques que privées. Celles-ci, tout en étant source de coûts considérables, accélèrent encore la déresponsabilisation des acteurs eux-mêmes.



Les pistes d'action

Le diagnostic qui précède indique que les valeurs fondamentales de la liberté de jugement, de la responsabilité et de la solidarité, constitutives du bien commun et sans lesquelles une société libre et humaine ne saurait subsister, sont aujourd'hui en danger. L'Observatoire de la Finance propose trois pistes d'action :

- procéder à une critique - au sens positif du terme - du point de vue à la fois des réalités sociales et de la morale des postulats sous-jacents à la *Weltanschauung* véhiculée par les théories économiques et financières contemporaines. Cet examen pourrait bien aboutir à mettre en doute la prééminence dogmatique du souci de l'efficacité économique et financière et à restaurer le bien-fondé de la préoccupation éthique, en particulier celle liée au bien commun ;
- instaurer dans tous les domaines de la vie économique et financière des incitations à la durée, de manière à freiner voire inverser la destruction des relations au nom de l'extraction du surplus par des transactions intempestives. Il s'agit d'un chantier immense avec des implications dans tous les domaines : finances, fiscalité, relations salariales, développement territorial, etc ;
- mettre en place les méthodes et les moyens permettant de desserrer à moyen terme le carcan que les silos d'épargne et les promesses de retraites font peser sur l'activité productive. Il s'agit d'un travail qui demande du courage politique et une grande probité technique tant il est vrai que les intérêts professionnels des intermédiaires financiers peuvent se trouver en jeu. Ce travail est urgent puisqu'il faudrait qu'il porte ses fruits avant qu'il ne devienne évident que les promesses des retraites par capitalisation sont impossibles à tenir.

NOTES

1. Par son « *Manifeste pour une finance au bien commun* », l'Observatoire de la Finance - think tank basé à Genève - veut alerter les femmes et les hommes de bonne volonté sur le danger que court le trésor de la liberté économique et politique, parce que nous avons succombé à l'illusion que les « vices privés » pouvaient effectivement contribuer à des « vertus publiques ». Or, si les « vices privés » peuvent donner l'impression d'augmenter l'efficacité économique, cela se fait au prix de la destruction en profondeur de l'assise même des sociétés : la confiance, le respect et la solidarité. Il est indispensable aujourd'hui, alors qu'il est encore temps, de reprendre l'avenir entre nos mains.

La revue « Finance & the Common Good/Bien Commun », ainsi que le site de l'Observatoire de la Finance (www.obsfin.ch) sont à disposition pour approfondir et concrétiser les idées de ce Manifeste : les réactions sont à envoyer à manifeste@obsfin.ch.

2. Dembinski, Paul H., *Finance servante ou finance trompeuse ?*, Rapport de l'Observatoire de la Finance, Paris, Desclée de Brouwer, mars 2008, 200p (plus d'informations : www.obsfin.ch).

