

Mémoire de fin d'études

La rémunération des dirigeants

Directeur de majeure : Ulrich Hege

Mémoire rédigé sous la direction de : David Thesmar

Table des matières

Introduction	3
I. Les théories développées sur la rémunération des dirigeants	4
A. Les premières théories dans les années 1980	4
B. Les remises en question des années 1990	9
II. Etat des lieux de la rémunération des dirigeants en France	14
A. Les dirigeants des entreprises du CAC 40	16
1. <i>Considérations générales et composition de la rémunération des dirigeants</i>	16
2. <i>Méthodologie</i>	17
3. <i>Données compilées</i>	20
4. <i>Régressions</i>	20
B. Les dirigeants d'entreprises non cotées / Focus sur les LBO	25
1. <i>Définition du Leveraged Buy Out</i>	25
2. <i>Les mécanismes de rémunération des dirigeants sous LBO</i>	27
3. <i>Un marché qui se professionnalise</i>	30
III. Adéquation entre théorie et pratique	32
A. Modélisation de la rémunération des dirigeants des entreprises du CAC 40	32
B. La rémunération des dirigeants dans les opérations de LBO	35
Conclusion	36
Annexes	38

Introduction

La rémunération des dirigeants est un sujet qui fascine, qui dérange parfois, qui en tous cas ne laisse personne indifférent. Longtemps cachée aux yeux du reste du monde du fait de son caractère parfois exorbitant et du caractère parfois tabou de l'argent dans notre société, le voile se lève peu à peu sur la rémunération de ces grands patrons.

Mais au-delà des jugements publics et des jalousies qu'elle suscite, la rémunération des dirigeants est loin d'être un artifice, déterminé de manière aléatoire, visant uniquement à apporter du prestige à un groupe de privilégiés. Il s'agit avant tout d'une part de récompenser justement le travail accompli par le dirigeant dans l'intérêt de l'entreprise – et de ses actionnaires – et d'autre part de motiver celui qui est véritablement à la barre de la société à continuer à œuvrer de son mieux dans ce même intérêt. La rémunération des dirigeants est donc un moyen privilégié pour les actionnaires de s'assurer que leur entreprise est gérée au mieux, voire même un de leurs seuls leviers d'action sur le dirigeant, aux côtés de la menace de licenciement.

Cependant, une fois ces traits grossiers esquissés, les choses apparaissent complexes, et se posent de nombreuses questions, auxquelles nous allons tenter de répondre dans ce mémoire. Ainsi, quelle est vraiment la part de contrôle qu'ont les actionnaires sur les dirigeants à travers leur rémunération ? En d'autres mots, les mécanismes de rémunération mis en place actuellement sont-ils vraiment efficaces ? Pour entrer dans le détail, comment sont structurés ces mêmes mécanismes ? Comment ont-ils évolué ? Existe-t-il des similitudes entre la structure de rémunération de dirigeants dans des entreprises aux caractéristiques différentes ?

Pour répondre à ces questions, nous feront tout d'abord le point sur la recherche théorique qui a été menée dans le domaine de la rémunération des dirigeants jusqu'à ce jour. Nous observerons ensuite, au sein du marché français, la manière dont sont rémunérés les dirigeants des entreprises du CAC40 d'une part, et de plus petites sociétés sous LBO d'autre part, afin d'obtenir à la fois un échantillon de sociétés cotées et non cotées. Enfin, nous tenterons de voir dans quelle mesure, de nos jours, les pratiques en termes de rémunération des dirigeants rejoignent les théories que nous aurons présentées, tout cela pour finalement pouvoir porter un jugement sur l'efficacité de la rémunération des dirigeants en France aujourd'hui.

I. Les théories développées sur la rémunération des dirigeants

A. Les premières théories des années 1980

Kevin J. Murphy est un des pionniers de la théorie du contrat et a consacré plusieurs articles et ouvrages à la rémunération des dirigeants et aux différents modes d'incitation visant à résoudre le problème d'agence existant entre les dirigeants et les actionnaires. Dans un article rédigé avec l'aide de Michael C. Jensen, ils avancent ainsi que la rémunération du dirigeant a pour but de réconcilier les intérêts des actionnaires, i.e. la création de valeur, et ses intérêts propres qui peuvent parfois être contradictoires. Les dirigeants peuvent ainsi avoir des projets « personnels » qu'ils veulent mettre en place, mais qui n'apporteraient peu ou pas de valeur aux actionnaires : achat d'un jet privé utile très ponctuellement, acquisitions superflues permettant de satisfaire l'ego d'un dirigeant (cf. Vivendi Universal et J.-M. Messier)...

Jensen et Murphy ont basé leurs travaux sur l'étude de la corrélation entre la rémunération du dirigeant et la performance de l'entreprise, autrement dit, un dirigeant bien payé permet-il à son entreprise de créer plus de valeur qu'un dirigeant dont l'intéressement est moindre ? Et a posteriori, la rémunération des dirigeants est-elle bien liée aux performances de l'entreprise ? Cette question fondamentale est clé dans la mesure où elle permet d'aider à la détermination d'une rémunération optimale du dirigeant dans un but de création de valeur aux yeux des actionnaires.

Dans l'article, *Performance Pay and Top-Management Incentives*, publié en 1990 dans le *Journal of Political Economy*, les deux auteurs démontrent que la sensibilité de la rémunération du dirigeant à la performance de la société est relativement faible, une création de valeur pour les actionnaires de l'ordre de 1000\$ n'augmente en effet la rémunération globale du dirigeant que de 3,25\$, cette rémunération globale comprenant à la fois les revenus tirés de la détention d'actions de sa société par le dirigeant, son salaire fixe et variable à proprement parler, ainsi qu'une évaluation du coût d'opportunité en cas de licenciement. De plus, cette sensibilité à la performance semble avoir diminué aux Etats-Unis depuis les années 1930s.

La problématique de la rémunération du dirigeant est directement liée à la théorie de l'agence développée par Jensen et Meckling en 1976. Une relation d'agence est «un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour

exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent». De ce fait, toute relation contractuelle entre deux individus donne lieu à une problématique de relation d'agence du fait de la divergence d'intérêts et de l'asymétrie d'informations entre les deux parties, lesquelles engendrent différents coûts et notamment les dépenses due à la surveillance et à l'incitation, les coûts d'assurance et enfin le coût d'opportunité existant entre l'action prise par le dirigeant et l'action optimale qui aurait pu être prise dans une optique de création maximale de valeur pour les actionnaires. Il importe donc de minimiser les coûts qui découlent de cette asymétrie d'intérêts.

Jensen et Meckling décrivent ainsi l'entreprise comme un « nœud de contrats » écrits ou tacites entre les producteurs de valeur et les clients et affirment que la société n'a pas de motivations propres, qu'il n'y pas d'opposition entre la société et le marché. Meckling aboutit même à la conclusion que « la firme c'est le marché ».

Cette théorie traduit donc la divergence des intérêts entre dirigeants et actionnaires qui ne contrôlent pas la totalité des mesures prises par le top-management et qui ne possèdent pas la même compréhension ni le même niveau d'information sur les projets potentiellement réalisables par l'entreprise. Ainsi, cette liberté de manœuvre laissée au dirigeant suscite l'inquiétude des actionnaires qui craignent que le dirigeant ne prenne pas en permanence des décisions qui favorisent la création de valeur pour les actionnaires mais d'autres qui lui semblent plus judicieuses d'un point de vue subjectif et personnel bien qu'elles puissent être sources de destruction de valeur. C'est pourtant une liberté nécessaire, car le dirigeant est plus qualifié pour diriger l'entreprise que l'actionnaire, et également car ses actions, non quantifiables, ne peuvent ni être surveillées en permanence, ni évaluée ex-ante de manière objective par l'actionnaire.

Ce dernier doit donc utiliser un moyen indirect pour aligner les intérêts du dirigeant sur les siens, à savoir la politique de rémunération. Celle-ci, qui comprend le salaire fixe, les bonus basés sur la performance, les révisions de salaire, les stock-options mais aussi la possibilité d'être licencié dans le cadre de mauvaises performances, a donc pour but d'inciter le dirigeant à prendre les décisions les plus créatrices de valeur pour les actionnaires.

Jensen et Murphy tentent ainsi de quantifier l'impact de chacun de ces instruments de la rémunération dans la politique de création de valeur pour l'entreprise. Ils montrent notamment que la plupart des dirigeants sont couverts dans leurs contrats en cas de licenciement par des « parachutes dorés » qui réduisent fortement leur crainte de sous-

performance. Cette assurance va à l'encontre de la théorie de l'agence car elle n'incite pas les dirigeants à se plier aux exigences des actionnaires dans la mesure où si ces derniers sont mécontents du dirigeant, ils peuvent le destituer, mais ce dernier reçoit en général une somme d'argent suffisamment importante pour éliminer la sanction financière du licenciement. De plus, la rémunération semblerait relativement corrélée aux bonnes performances de la société, augmentation de salaire, distribution de stock-options, bonus, et beaucoup moins lors de mauvaises performances. En effet, l'impact de mauvaises performances et donc de potentielles erreurs de gestion ou de choix de projets de la part du dirigeant est bien moindre sur sa rémunération, l'incitation à la performance n'est pas parfaitement centrée à la hausse comme à la baisse ce qui a pour résultat de diminuer la volonté du dirigeant à créer davantage de valeur.

Dans cette logique d'alignement des intérêts, la détention d'actions et l'attribution de stock options apparaissent comme l'outil le plus adapté car elles transforment le dirigeant lui-même en actionnaire et l'incite ainsi à prendre les décisions les plus créatrices de valeur pour les actionnaires. En procédant de cette façon, il permet l'augmentation du cours de bourse et donc de sa propre rémunération. Les stock options renforcent également l'implication du dirigeant dans la mesure où il devient, outre son salaire fixe et les bonus, financièrement intéressé à la performance boursière de sa société.

Cependant, la contrainte politique est un paramètre important qui va à l'encontre d'une parfaite incitation à la performance de la part des dirigeants. En effet, une rémunération fortement corrélée à la performance ne semble pas possible car elle impliquerait un engagement financier de la part du dirigeant parfois trop important dans le cadre de mauvaises performances, les ressources financières du dirigeant constituant un premier blocage. De plus, il semblerait également difficile de proposer une rémunération fortement en ligne avec les résultats de l'entreprise car cela reviendrait finalement à vendre la société à son dirigeant en cas de résultats très satisfaisant, ce que les actionnaires ne sont pas prêts à accepter évidemment. Dans la pratique, les dirigeants détiennent donc une part négligeable des parts de leur entreprise.

D'après les résultats statistiques observés par Jensen et Murphy, la corrélation entre la performance de l'entreprise, la création de valeur, et la rémunération des dirigeants semble relativement faible. En effet, un dirigeant dont l'entreprise afficherait une rentabilité de 20% ne serait rémunéré qu'1% de plus qu'un dirigeant à la tête d'une entreprise dont la rentabilité serait de 10%. Ce résultat plutôt surprenant peut être expliqué selon eux par le fait que les

conseils d'administration ont à leur disposition suffisamment d'informations concernant l'entreprise et les actions menées par le dirigeant pour le garder sous contrôle. Inciter le dirigeant à la performance via une rémunération très attractive afin de limiter les conflits d'intérêt serait donc superflue car dans la mesure où il ne prendrait pas les bonnes décisions le conseil le saurait et le sanctionnerait en conséquence. Cependant, cette affirmation, bien que cohérente avec les résultats de l'étude, est en contradiction avec les croyances du monde professionnel et celles de la communauté financière.

En outre, il existe également une forme de rémunération « sociale », non pécuniaire, qui permet d'inciter les dirigeants à la performance. Le prestige, l'honneur, le pouvoir, sont des notions qui poussent théoriquement le dirigeant à réussir. Néanmoins, ces satisfactions ne varient pas forcément en fonction de la performance de la société, il semble en effet difficile d'augmenter la variable « prestige » associée à un poste de dirigeant d'une année sur l'autre, ces paramètres ne doivent donc pas jouer un rôle majeur dans l'incitation à la performance. De plus, certaines forces politiques et organisationnelles peuvent avoir un impact fort sur les notions subjectives que sont le succès ou le prestige, maintenir l'emploi dans une société, être en bons termes avec les syndicats pour éviter les conflits sociaux, peuvent motiver une certaine satisfaction du dirigeant, mais peuvent également aller à l'encontre de la création de valeur pour les actionnaires. Ces incitations se révèlent donc nuisibles à l'efficacité économique de l'entreprise et ne peuvent être prises en considération dans une politique adéquate de rémunération à la performance.

Deux autres hypothèses peuvent être avancées pour expliquer cette faible corrélation entre performance et rémunération. Premièrement, les dirigeants pourraient finalement ne pas être des agents importants aux yeux des actionnaires. Cependant, cette assertion est récusée par l'impact sur les cours de bourse des sociétés dont les dirigeants meurent ou partent en retraite. Cette réaction du marché montre que le dirigeant joue un rôle clé dans la vie des entreprises. Deuxièmement, les incitations faites aux dirigeants pourraient ne pas être efficaces car les compétences des dirigeants ne sont pas corrélées avec leur rémunération : un dirigeant brillant, dynamique et efficace le serait tout autant quel que soit son niveau de rémunération. Cette hypothèse est également mise à mal par l'essor des Management Buy Outs (MBOs) qui prouve qu'une forte rémunération et un intéressement élevé à la performance pour le dirigeant favorise la création de valeur. En effet, les dirigeants participant à un MBO sont à la tête des mêmes actifs qu'avant l'opération mais la performance de l'entreprise est souvent supérieure. Cette augmentation de la performance peut être

expliquée par cette plus forte rémunération même s'il faut également prendre en compte dans ce genre d'opération la théorie des mandats. Le poids de la dette incite effectivement les dirigeants à diriger au mieux l'entreprise afin d'éviter le dépôt de bilan si le service de la dette venait à être trop lourd pour l'entreprise, d'autant plus que les dirigeants deviennent actionnaires de l'entité lors d'un MBO et que leur risque est donc beaucoup plus important d'un point de vue financier que lorsqu'ils étaient uniquement managers.

Ainsi, selon Jensen et Murphy, l'existence de puissantes forces politiques autant au niveau du secteur public que privé semble une explication plausible à cette faible corrélation observée entre rémunération du dirigeant et performance. Reste que si leur travail a mis à nu des mécanismes et des forces centraux dans la détermination de la rémunération, il doit être replacé dans son contexte historique particulier, différent de celui de ces dernières années.

Théorie de l'agence, forces politiques limitant les effets du côté répressif de la rémunération, limites sociales pratiques à la portée de ces effets... tout ces éléments sont autant de jalons que l'on retrouvera dans les théories actuelles. Cependant, comme nous allons le voir, les travaux de Jensen et Murphy ne peuvent pas être soustraits à la critique, et ne sont plus d'actualité sur plusieurs points essentiels.

B. Les remises en question des années 1990

Dans les années 1990, plusieurs auteurs ont ainsi remis en question les propos de Jensen et Murphy sur la rémunération des dirigeants. En effet, Jensen et Murphy expliquent dans leur article que, du fait de la difficulté de la collecte de données concernant les stock options et la détention d'actions et le fait que la part d'actions détenue par les dirigeants soit marginale par rapport au reste de l'actionnariat, ils ne prennent pas en compte ces dernières dans leur calcul de la corrélation entre rémunération et performance. Cet aspect de leur méthodologie a été notamment critiqué par Brian J. Hall et Jeffrey B. Liebman dans leur article *Are CEOs really paid like bureaucrats ?*, publié en 1998 au sein du *Quarterly Journal of Economics*.

Hall et Liebman démontrent ainsi qu'il existe une forte corrélation entre la rémunération des dirigeants et la performance de leur société en prenant en compte les stock-options et la détention d'actions de leur société, principaux outils de l'incitation à la performance permettant de résoudre le problème de conflit d'intérêts avec les actionnaires. Ils expliquent également que le niveau de rémunération des dirigeants tout comme la sensibilité de la rémunération à la performance de l'entreprise ont augmenté depuis les années 1980, justement du fait de l'essor des plans de stock options. Cet essor a donc créé un vrai clivage dans les montants et les modes de rémunérations : à une baisse de celles-ci jusqu'aux années 1980 mise en évidence par Jensen & Murphy s'oppose un retournement du mouvement marqué dans les années suivantes, expliqué par Hall et Liebman comme un effet direct du retour des stock options.

Ces deux derniers auteurs observent ainsi une différence de l'ordre de 4 millions de dollars dans la rémunération des dirigeants dont l'entreprise affiche une performance légèrement au dessus de la moyenne contre une performance légèrement en dessous de la moyenne. Cet écart substantiel est directement corrélé à la prise en compte des stock options dans le calcul de la rémunération. De plus, Jensen et Murphy ont basé leur analyse statistique sur une période (1969-1983) qui précède le boom des stock options observé dans les années 1980 et 1990. Hall et Liebman prouvent ainsi que la rémunération des dirigeants est fortement sensible à la performance de leur entreprise et que cette sensibilité s'est accrue au cours des dernières années, invalidant ainsi la thèse prônant l'inefficience des contrats actuels du fait de la faible corrélation entre rémunération et performance.

La faible détention d'actions et de stock options des dirigeants avancée par Jensen et Murphy pour justifier leur absence dans le calcul de la rémunération ne tient pas selon Hall

et Liebman. Elle s'explique par les contraintes financières subies par les dirigeants d'une part et par l'inefficience d'une trop grande participation au capital du fait de l'aversion au risque des managers à partir d'un certain seuil d'autre part. En outre, étant donné les montants des capitalisations boursières des grandes sociétés, les mouvements de valeur sont souvent très importants et malgré la faible participation des dirigeants l'impact reste très conséquent, à la hausse comme à la baisse.

Selon l'échantillon analysé par Hall et Liebman, la rémunération des dirigeants, bonus inclus, a augmenté de 97% sur la période 1980-1994 alors que la valeur moyenne des stock options allouées aux dirigeants est passée de 155 000 dollars à 1,2 millions de dollars, soit une augmentation proche de 700%.

La thèse de Jensen et Murphy sur la faible élasticité du salaire ainsi que des bonus en fonction de la performance est cependant corroborée par les écrits de Hall et Liebman, et vérifiée pour leur échantillon plus contemporain d'entreprises : le facteur essentiel et primordial dans la corrélation entre performance et rémunération provient bien des actions détenues et des stock options, et non pas du reste de la rémunération. En effet, une augmentation de la performance de l'entreprise de 10% a pour impact d'augmenter le salaire fixe et les bonus du dirigeant de l'ordre de 2,2% alors que l'impact est 50 fois plus important sur le montant des actions et des stock options.

De plus, la part des dirigeants dans l'actionnariat de leur entreprise est resté constant voire a légèrement baissé sur la période 1980-1994 mais l'effervescence du marché boursier sur cette même période a provoqué une augmentation très forte des montants détenus par ces derniers, passant de 1,2 millions de dollars en moyenne en 1980 à 4,4 millions de dollars en 1994. Cet aspect de la structure du marché a également favorisé la corrélation entre rémunération des dirigeants et performance de leur entreprise.

Un autre aspect de la réflexion de Hall et Liebman porte sur les pertes financières auxquelles peuvent faire face les dirigeants. Cette sanction pécuniaire est également un paramètre important dans l'alignement des intérêts du dirigeant et ceux des actionnaires car une trop forte assurance contre le risque de perdre de l'argent n'inciterait pas les dirigeants à prendre les mesures les plus créatrices de valeur. Les deux auteurs expliquent ainsi que les dirigeants font régulièrement face à des baisses importantes de leur richesse. Ainsi, la relation entre rémunération et performance est apparemment bien plus étroite que ce qui avait été avancé dans les années 1980 et cela tant à la hausse qu'à la baisse. Là, encore une fois, cette

potentielle baisse est due à une perte de valeur du portefeuille d'actions et d'options du dirigeant en cas de mauvaise performance. Cette corrélation est d'autant plus forte que la crainte d'être licencié en cas de performances décevantes constitue également une motivation à prendre en compte.

Hall et Liebman pointent enfin des améliorations possibles pour lutter encore davantage contre le problème d'agence, notamment une prise en compte de la performance relative de l'entreprise par rapport à ses concurrents ou à son secteur. En effet, il semble logique que le dirigeant soit rémunéré en fonction de ses actions propres et non pour des événements extérieurs sur lesquels il n'a aucun contrôle. Des auteurs tels que Marianne Bertrand et Sendhil Mullainathan parlent ainsi dans ce cas de « rémunération de la chance », en particulier dans leur article *Are CEOs Rewarded For Luck ? The Ones Without Principals Are*, paru en 2001 dans le *Quarterly Journal of Economics*. Les dirigeants pourraient par conséquent être rémunérés, du moins en partie, en fonction de leur performance par rapport à un indice de marché afin d'isoler ces effets exogènes. Une possibilité serait dès lors de donner des stock options dont le prix d'exercice serait fonction d'un indice de marché.

L'essor des stock options montre bien la volonté des conseils d'administration d'aligner les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires, c'est également un bon outil de rémunération brute. Enfin, les stock options sont des instruments un peu plus difficiles à valoriser et permet de contourner l'opposition du grand public à de trop fortes rémunérations des dirigeants, en minimisant la limite « sociale » à une liberté à la hausse des rémunérations, nécessaire pour pouvoir instaurer la même liberté à la baisse.

Pour revenir sur la notion de rémunération de la chance, Marianne Bertrand et Sendhil Mullainathan ont également apporté à travers l'article cité plus haut quelques précisions quant au mode de rémunération des dirigeants et à leur corrélation avec la performance de l'entreprise. Ils expliquent en effet que la rémunération du dirigeant est autant fonction des décisions qu'il a prise et de la façon dont il gère l'entreprise que d'effets exogènes sur lesquels il n'a aucun contrôle mais pour lesquels il est néanmoins rémunéré, effets dépendant donc de ce qu'ils appellent la « chance ».

Cette part de rémunération non liée à la performance de l'entreprise peut tout d'abord s'expliquer en partie par le rôle du dirigeant dans la détermination de son propre salaire allié avec un faible droit de regard de la part des actionnaires qui n'imposent pas

suffisamment leur avis sur ce genre de décisions. De plus, lorsque l'entreprise affiche de bonnes performances, les actionnaires sont moins attentifs à la rémunération du dirigeant ce qui lui donne une marge de manœuvre supplémentaire pour s'attribuer une forte compensation.

Outre le fait de tout simplement fixer en partie le montant de sa rémunération, le dirigeant est en position de manipuler la performance de son entreprise, en jouant sur l'échelonnement de l'activité à l'approche de la fin d'année fiscale. Il pourra par exemple décupler l'activité de son entreprise en fin d'année fiscale, et « tirer » dans l'exercice en cours des ventes et des projets qui auraient dû être faits plus tard, si tant est que cela lui permet d'arriver à une performance annuelle lui assurant un niveau plus élevé de bonus. Cet effet de maximisation de la richesse à court terme à l'approche de la fin d'année fiscale, venant parfois nuire à la performance à long terme de l'entreprise, a ainsi été décrit en détail par Paul Oyer, dans son article *Fiscal Year Ends and Nonlinear Incentive Contracts : The Effect On Business Seasonality*, paru en 1998 dans le *Quarterly Journal of Economics*.

De manière plus générale, quelle que soit la méthode employée pour le mettre en place, cet effet de contrôle de sa propre rémunération par le dirigeant devrait être moins marquant dans des entreprises avec une bonne « corporate governance ». Shleifer et Vishny ont notamment prouvé que la présence d'un actionnaire important au conseil d'administration, moins prompt à se laisser duper par le dirigeant, favorise une meilleure « corporate governance » et donc diminue cet effet. La présence d'un actionnaire important au conseil d'administration réduit ainsi la rémunération non liée à la performance de 23 à 33% pour chaque actionnaire présent. Une rémunération optimale viserait donc à ne rémunérer le dirigeant que pour la performance dont il est réellement responsable. Les entreprises moins bien gérées sont donc plus propices à la manipulation de la rémunération par le dirigeant alors que celles où la « corporate governance » est forte répondent mieux à la théorie du contrat.

Néanmoins, le fait que le dirigeant joue un rôle dans la détermination de sa propre rémunération peut l'inciter à la performance dans la mesure où il sait que sa rémunération pourra être plus importante si la création de valeur est importante, ce qui rendrait les actionnaires satisfaits et donc moins regardants.

Bertrand et Mullainathan ont pris l'exemple des grandes firmes pétrolières pour montrer la corrélation entre la rémunération des dirigeants et un événement sur lequel ils

n'ont aucun contrôle, la fluctuation du prix du pétrole, ici facteur de « chance ». Ainsi, ils observent que la rémunération des dirigeants est effectivement en phase avec les variations du prix du pétrole et que les dirigeants subissent dans une moindre mesure les mauvais effets de cette corrélation, malgré une baisse du prix du pétrole la rémunération des dirigeants est parfois à la hausse : cela soutient donc l'existence d'une rémunération de la chance, qui, qui plus est, n'est pas assortie d'une punition de la « malchance ».

Selon les auteurs, deux autres mesures exogènes prouvent l'existence d'une rémunération de la « chance » : les mouvements des taux de change et la performance du secteur. L'analyse statistique montre en effet que ces facteurs ont une influence sur la rémunération des dirigeants.

Cette thèse sur l'existence d'une partie de la rémunération décorrélée de la performance réelle induite par les décisions de gestion du dirigeant, la rémunération de la « chance », ajoute une dimension fondamentale à la compréhension de la politique de rémunération optimale des dirigeants, et montre qu'en pratique, nous sommes loin d'une rémunération basée sur une évaluation relative de la performance. Néanmoins, certaines questions restent sans réponse, notamment les contraintes et conditions qui découlent de la position du dirigeant dans la détermination de son salaire global et l'impact précis d'une meilleure « corporate governance » sur la rémunération du dirigeant.

II. Etat des lieux de la rémunération des dirigeants en France

Maintenant que nous avons rappelé les bases théoriques de la rémunération des dirigeants – par ailleurs souvent basées sur l'étude d'échantillons anglo-saxons – nous allons nous attacher à observer la manière dont sont rémunérés les dirigeants français.

Il nous est dans la pratique impossible de couvrir la rémunération de l'ensemble de ces derniers. En particulier, il existe de nombreuses Petites et Moyennes Entreprises dont la forme juridique fait que la rémunération des dirigeants n'y est pas publique. Pour ces raisons pratiques, et dans le but de couvrir malgré tout un échantillon représentatif du monde de l'entreprise française, notre travail va porter sur deux catégories bien distinctes de sociétés.

D'une part, nous allons observer les rémunérations des dirigeants des entreprises du CAC 40. Ces 40 dirigeants forment un échantillon représentatif de la rémunération au sein des grandes entreprises françaises, et nous permettra, entre autres, de filtrer les effets de tailles dans la politique de rémunération, et d'observer la place des stock-options dans cette dernière. Nous nous sommes principalement basé sur les rapports annuels de ces sociétés pour obtenir les données sur lesquelles se base notre étude.

D'autre part, nous avons observé les politiques de rémunération au sein d'un autre type de société, non cotées : les entreprises sous LBO. Cette étude permet de compléter la précédente, en obtenant au final un échantillon comprenant des sociétés cotées et non cotées, de tailles allant de la PME sous LBO aux grands groupes multinationaux comme L'Oréal. Les données chiffrées de rémunération n'étant pas publiques pour les LBO, notre étude de ce type de société sera plus qualitative, et principalement basée sur des entretiens.

Avant d'entrer dans le détail des modes de rémunération, il convient de préciser quelques particularités des dirigeants français. Ils semblent de prime abord travailler uniquement pour les actionnaires : leurs salaires sont déduits directement des bénéfices qui reviendraient à ces derniers. Cependant, en droit français, et au contraire du droit anglo-saxon, les dirigeants ne travaillent pas dans l'intérêt des actionnaires, mais dans « l'intérêt social ». Cette notion, plus large, marque le fait que le dirigeant, dans le cadre de ses responsabilités, doit prendre en compte les intérêts souvent divergents de nombreux acteurs : actionnaires certes, mais aussi employés, porteurs de dettes, et tiers (Etat, clients, fournisseurs...).

Le dirigeant français agit donc pour plusieurs acteurs, mais n'est rémunéré que par l'un d'entre eux. Il en est donc d'autant plus difficile pour les actionnaires d'utiliser la rémunération pour contrôler les actions du dirigeant, qui pourra être contraint, en faisant la synthèse de l'ensemble des intérêts qu'il doit servir, d'agir dans un sens non-optimal pour ces mêmes actionnaires. Malgré tout, nous supposons pour la suite de notre étude que les dirigeants sont avant tout, tout comme dans les entreprises anglo-saxonnes, les agents des actionnaires. Dans la pratique, nous postulerons que leur rémunération a donc pour but de faire coïncider leurs intérêts personnels non pas avec l'intérêt social de l'entreprise, mais avec l'intérêt des actionnaires, traduit par une création de valeur financière au niveau de la société.

A. Les dirigeants des sociétés du CAC 40

1. Considérations générales et composition de la rémunération des dirigeants

Les montants de la rémunération des dirigeants du CAC 40 sont publics depuis plusieurs années aux Etats-Unis et depuis 2001 en France avec la loi dite de Nouvelle Réglementation Economique qui impose la publication de la somme des rémunérations brutes des cinq plus gros salaires de chaque société cotée. La majeure partie des sociétés du CAC 40 a même pris de l'avance sur la réglementation et publie depuis 2002-2003 la rémunération du Président Directeur Général et/ou du Directeur Général dans une optique de transparence vis-à-vis du marché et des actionnaires. Cette augmentation de la transparence jugule d'elle-même les niveaux de rémunération des dirigeants qui ne peuvent plus cacher leur revenu au public, au marché et aux actionnaires. Cette tendance affecte en effet une rémunération fortement liée à la performance de l'entreprise. Les médias, particulièrement prompts à divulguer et à critiquer les rémunérations, selon eux, excessives des grands patrons freinent ainsi la corrélation entre rémunération et création de valeur. Enfin, les conseils d'administration peuvent être poursuivis si la rémunération des dirigeants est jugée trop importante par rapport à celle des dirigeants des entreprises concurrentes alors qu'aucune sanction ne peut être prise dans le cas inverse (des dirigeants sous-payés par rapport à leurs homologues). L'héritage catholique de la France favorise sûrement ce phénomène de rejet de l'argent et permet d'expliquer en partie cette faible corrélation, que nous observerons par la suite.

D'un point de vue pratique, la rémunération des dirigeants du CAC 40 est composée de plusieurs parties distinctes.

Tout d'abord, le dirigeant se voit payer un salaire fixe, décidé par le conseil de rémunération de sa société. Ce salaire fixe est complété par une part variable, pouvant dépasser la part fixe. Celle-ci, payée le plus souvent l'année suivant l'exercice dont elle dépend, est soumise à l'atteinte de certains objectifs de performance au cours de ce même exercice, qu'ils soient chiffrés ou consiste en la mise en place d'un ou des projets précis. Au cours des études statistiques qui suivront, nous considérerons la part variable due au titre de l'exercice étudié, et non pas celle effectivement payée lors de l'exercice (qui correspondrait au bonus dû au titre de l'année précédente).

D'autre part, le dirigeant perçoit des avantages divers : avantages en nature (voiture de fonction le plus souvent), jetons de présence... Il peut également recevoir un certain nombre

de stock-options, que nous nous attacherons à valoriser. Enfin, certains dirigeants peuvent être rémunérés de manière indirecte par l'attribution de compléments à recevoir après la fin de son activité, indemnités de départ (« golden parachutes ») ou compléments de retraite. Du fait de leur nombre décroissant (principalement du fait de fortes pressions de la part de l'opinion publique et des actionnaires minoritaires contre leur mise en place), ainsi que de la difficulté à rattacher ces derniers à un exercice précis, nous ne les prendrons volontairement pas en compte dans notre étude.

Si le salaire – fixe et variable – et la plupart des avantages pécuniaires ou en nature accordés aux dirigeants du CAC 40 sont facilement observables, le problème est tout autre pour ce qui est des stock-options, à la valeur plus difficilement mesurable. Dans un contexte de publication des rémunérations, et de critique permanente par l'opinion publique des montants élevés des rémunérations de ces dirigeants, cette opacité relative est un avantage : les actionnaires trouvent là un moyen moins visible de rémunérer leurs agents, moyen qui, qui plus est, a une valeur directement liée aux performances attendues de l'entreprise. Les stocks options assurent donc, comme observé à travers la théorie de l'agence, un alignement optimal des intérêts des actionnaires et des dirigeants, plus même que la partie variable du salaire : en effet, la valeur des stocks options est une valeur de marché, et prend donc en compte l'ensemble des évolutions de la valeur de l'entreprise telle qu'elle est perçue par le marché, alors que le bonus est souvent basé sur des ratios comptables, parfois manipulable, et ne prenant en tout cas en compte qu'une partie de la création de valeur, observable sur l'exercice concerné.

2. Méthodologie

Maintenant que nous avons précisé la structure générale de la rémunération des dirigeants du CAC 40, et avant de présenter les résultats de notre étude des rapports annuels de leur société, il nous semble nécessaire de faire le point sur la méthode que nous avons choisie pour évaluer les stocks options accordées à ces dirigeants.

En guise de préliminaire, nous avons décidé de ne compter dans la rémunération d'une année que les stock options accordées lors de l'exercice, et non pas celle levées par le dirigeant, ou celles en sa possession depuis les autres exercices. La logique derrière ce choix est la suivante : nous ne cherchons pas à estimer l'évolution de la richesse personnelle du

dirigeant, mais celle de sa rémunération annuelle. Hors, si tout son portefeuille d'options voit sa valeur évoluer en permanence, et varier d'un exercice sur l'autre, nous pensons que seules les options accordées lors d'un exercice reflètent la volonté des actionnaires de rémunérer – ou non – le dirigeant pour la performance contemporaine et future de l'entreprise. Les stock options distribuées lors de l'exercice en cours sont ainsi les seules sur lesquelles ces actionnaires ont un véritable pouvoir, et sont donc, contrairement à celles déjà en portefeuille, des instruments d'alignement des intérêts proactifs. Même si les options en portefeuille motiveront au même titre que celles reçues dans l'année les dirigeants à gérer leur entreprise de manière performante, leur inertie fait que nous les avons retiré du cadre de notre étude. Nous nous attacherons donc à ne valoriser que les options reçues chaque année, part intégrante de la rémunération annuelle des dirigeants.

Afin de valoriser ces options, nous avons décidé d'utiliser la formule de Merton :

$$c = se^{-qt}\Phi(d_1) - xe^{-rt}\Phi(d_2)$$

$$p = xe^{-rt}\Phi(-d_2) - se^{-qt}\Phi(-d_1)$$

avec :

$$d_1 = \frac{\log(s/x) + (r - q + \sigma^2/2)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

et : s = le prix de l'action sous-jacente

x = le strike

r = le taux d'intérêt sans risque annuel

q = le taux de rendement annuel du dividende

t = la maturité de l'option

σ = l'espérance de volatilité de l'action

Φ = la fonction de distribution de la loi normale standard.

La formule de Merton est dérivée de la formule de Black-Scholes. Elle y ajoute la notion de paiement de dividende, importante dans notre cas, puisque les actions des entreprises du CAC 40 payent généralement un dividende régulier.

Nous l'avons choisie pour sa simplicité, et car nous pensons que les défauts qu'elle présente peuvent être négligés dans le cadre de notre étude. En particulier, on peut poser l'hypothèse d'une constance du versement de dividendes, celui-ci étant relativement stable au sein des entreprises étudiées. Pour déterminer la variable q , nous établirons donc, à partir des données historiques et des prévisions des analystes, un niveau cible de versement de dividende lors de la vie de l'option.

Une autre critique à prendre en compte est la possible volatilité des taux d'intérêts sans risque. Nous négligerons cependant ce point, et utiliserons tout simplement des courbes de structure des taux pour déterminer le taux constant à la date de l'évaluation d'une obligation 0-coupon de maturité identique à celle de l'option. Pour ce qui est de la détermination de la volatilité, nous utiliserons une valeur fixe de 30%, correspondant à la volatilité historique généralement observée pour les options du CAC 40.

Enfin, reste un dernier point à préciser : l'utilisation d'une formule de pricing d'options européennes, alors que nous sommes en présence d'options de type call américain, pouvant être exercées avant leur maturité. Nous savons qu'en l'absence de versement de dividendes, il est optimal d'exercer un call américain à maturité, et qu'il se confond alors avec un call de type européen. Cependant, comme nous l'avons déjà vu, les actions des entreprises du CAC 40 versent régulièrement un dividende, ce qui pourrait amener les dirigeants à vouloir exercer leurs options avant leur terme (juste avant un important versement de dividendes par exemple). Malgré cela, le montant des dividendes versé reste dans l'ensemble assez bas, ce qui rend ce risque d'exercice anticipé négligeable, et fait que l'on peut assimiler les stock options analysées à des options de type européen, et les évaluer grâce à la formule de Merton.

3. Données compilées

Notre collecte, puis traitement selon les méthodes indiquées ci-dessus des données des 40 plus grandes entreprises françaises nous permet donc d'établir le tableau suivant :

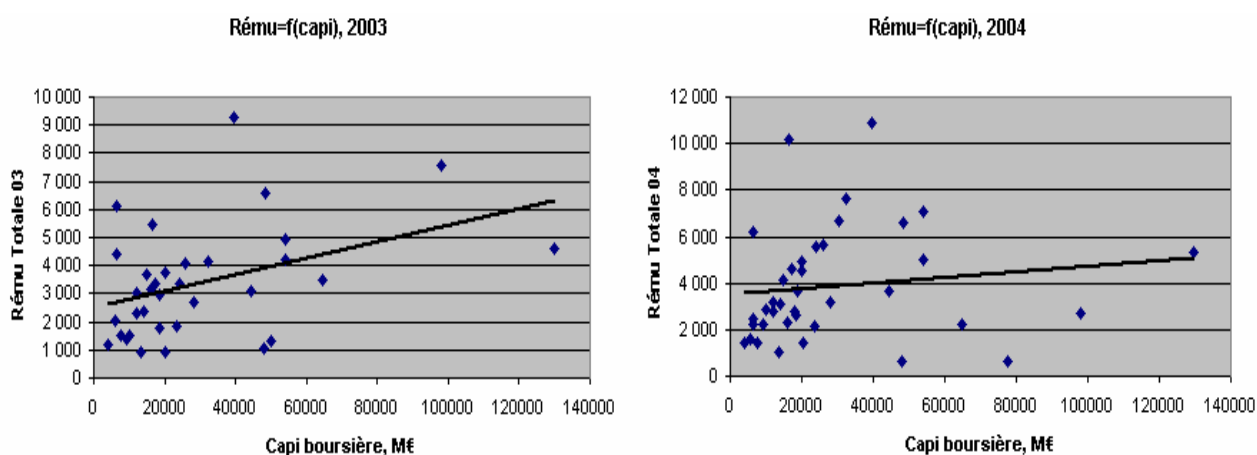
Chiffres en K€ Entreprise	2003			2004			2005		
	Salaires total	Stock Options	Rémunération totale	Salaires total	Stock Options	Rémunération totale	Salaires total	Stock Options	Rémunération totale
ACCOR	1 531	0	1 531	1 630	1 267	2 897	N/A	N/A	N/A
AGF	N/A	0	N/A	1 562	1 254	2 816	N/A	N/A	N/A
AIR LIQUIDE	1 746	0	1 746	2 101	1 569	3 670	N/A	N/A	N/A
ALCATEL	2 305	1 053	3 358	2 858	1 790	4 648	N/A	N/A	N/A
ARCELOR	783	113	896	1 263	161	1 424	N/A	N/A	N/A
AXA	2 487	2 451	4 938	3 010	4 092	7 102	N/A	N/A	N/A
BNP PARIBAS	1 715	1 754	3 469	2 228	0	2 228	2 763	1 944	4 707
BOUYGUES	2 424	1 291	3 715	2 435	1 669	4 104	N/A	N/A	N/A
CAP GEMINI	1 219	0	1 219	1 030	541	1 571	N/A	N/A	N/A
CARREFOUR	2 969	N/A	N/A	3 136	3 557	6 693	N/A	N/A	N/A
CREDIT AGRICOLE SA	1 050	0	1 050	600	0	600	N/A	N/A	N/A
DEXIA	1 410	439	1 849	1 745	420	2 165	825	716	1 541
EADS	1 963	723	2 686	2 010	1 130	3 140	N/A	N/A	N/A
EDF	N/A	0	N/A	653	0	653	N/A	N/A	N/A
ESSILOR INTERNATIONAL	912	611	1 523	455	971	1 426	N/A	N/A	N/A
FRANCE TELECOM	1 347	0	1 347	1 432	0	1 432	1 080	549	1 629
GAZ DE FRANCE - GDF	N/A	0	N/A	N/A	0	N/A	N/A	N/A	N/A
DANONE	2 551	1 512	4 063	2 427	3 236	5 663	N/A	N/A	N/A
L'OREAL	6 576	0	6 576	6 596	0	6 596	N/A	N/A	N/A
LAFARGE	1 636	1 550	3 186	1 453	833	2 286	N/A	N/A	N/A
LAGARDERE	1 407	0	1 407	2 194	0	2 194	N/A	N/A	N/A
LVMH MOET VUITTON	1 931	7 349	9 280	1 961	8 935	10 896	N/A	N/A	N/A
MICHELIN	4 269	142	4 411	2 349	117	2 465	N/A	N/A	N/A
PERNOD-RICARD	1 880	513	2 393	2 220	888	3 108	2 220	N/A	N/A
PEUGEOT	1 629	668	2 297	1 740	1 017	2 757	N/A	N/A	N/A
PINALUT PRINTEMPS	1 868	1 144	3 012	1 926	1 232	3 157	N/A	N/A	N/A
PUBLICIS GROUPE	2 192	3 954	6 146	3 200	2 965	6 165	N/A	N/A	N/A
RENAULT	1 982	1 372	3 354	2 193	3 398	5 591	1 629	3 757	5 386
SAINTE GOBAIN	2 050	1 678	3 728	2 217	2 738	4 955	N/A	N/A	N/A
SANOFI-AVENTIS	2 778	4 774	7 553	2 740	0	2 740	N/A	N/A	N/A
SCHNEIDER ELECTRIC	1 825	1 911	3 736	2 156	2 355	4 510	N/A	N/A	N/A
SOCIETE GENERALE	2 950	1 231	4 181	3 100	1 937	5 037	3 300	1 888	5 188
STMICROELECTRONICS	947	0	947	1 004	0	1 004	N/A	N/A	N/A
SUEZ	1 773	1 306	3 079	1 774	1 881	3 655	N/A	N/A	N/A
THALES	1 172	845	2 017	1 220	967	2 187	N/A	N/A	N/A
THOMSON	1 205	0	1 205	1 414	0	1 414	N/A	N/A	N/A
TOTAL	2 528	2 094	4 622	2 787	2 517	5 304	N/A	N/A	N/A
VEOLIA ENVIRONNEMENT	1 446	1 506	2 952	1 778	854	2 632	N/A	N/A	N/A
VINCI	3 032	2 445	5 477	3 428	6 751	10 179	3 594	13 093	16 687
VIVENDI UNIVERSAL	2 256	1 891	4 147	3 450	4 199	7 648	N/A	N/A	N/A

4. Régressions – Analyse des données obtenues

A ce stade, il nous paraît intéressant d'analyser les données récoltées sous plusieurs angles.

Tout d'abord, il peut être intéressant d'isoler l'effet de taille des entreprises dans la rémunération. Ce filtre nous permettra, par la suite, de pouvoir mettre sur le même plan les 40 entreprises étudiées, afin d'y observer de manière plus objective la corrélation entre les différentes composantes de la rémunération, et la performance effective de ces sociétés.

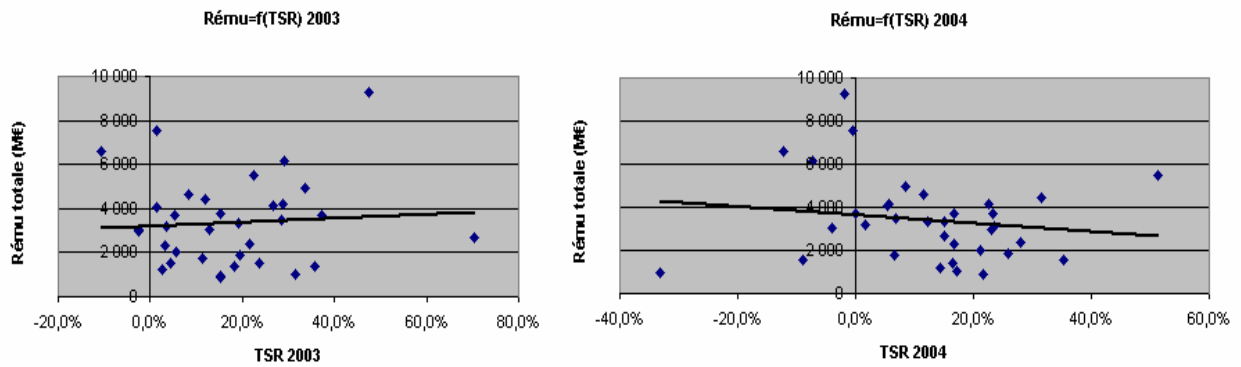
Nous avons choisi la capitalisation boursière des sociétés comme variable indicatrice de leur taille, et nous avons effectué une régression de la rémunération globale des dirigeants en fonction de cette variable. En suivent les résultats :



Comme l'on pouvait s'y attendre, la pente croissante des droites de régression montre que des dirigeants d'entreprises de grandes tailles sont susceptibles d'obtenir une rémunération totale supérieure. Les coefficients de corrélation entre capitalisations boursières et rémunérations totales sont de respectivement 0.16 et 0.02 en 2003 et 2004 : malgré une tendance à la hausse avec la taille de l'entreprise, les rémunérations restent malgré tout assez concentrées entre 2000 et 8000 M€, alors que les capitalisations elles-mêmes sont concentrées autour de 3000 M€, limitant ainsi l'aspect significatif de ce facteur taille, finalement présent mais d'une importance limitée dans la fixation du niveau de rémunération total.

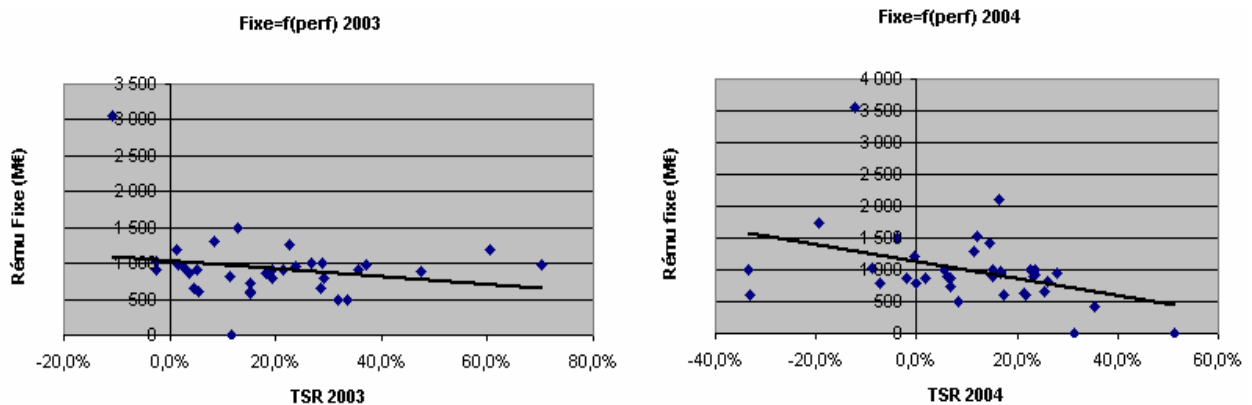
Maintenant que l'effet taille a été analysé, nous pouvons nous pencher sur le cœur de notre étude : la relation entre rémunération des dirigeants et performance de l'entreprise. Comme variable représentative de la performance de l'entreprise pour les actionnaires, nous avons choisi d'utiliser le Total Shareholder Return (TSR). Le TSR nous a paru approprié car il est une indication pratique de l'évolution de la valeur de marché de la société, qui est une expression directe de la valeur de ce que possèdent les actionnaires. Nous avons calculé les TSR des entreprises étudiées à partir des cours de bourses de clôture de chaque année calendaire. Ainsi, la performance de l'entreprise pour chacune des années étudiées sera modélisée par le TSR rattaché à l'exercice.

Nous avons commencé par étudier la corrélation entre performance et rémunération globale des dirigeants :



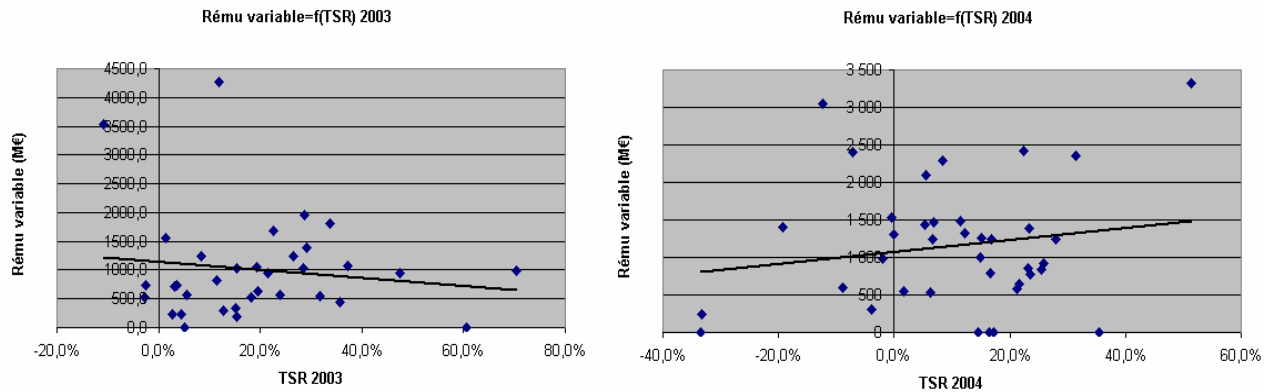
Ici, les coefficients de corrélation entre TSR et rémunérations totales sont de 0.01 en 2003 et de 0.03 en 2004. On observe ici des droites de régression aux pentes peu marquées, variant sur les 2 années étudiées, accompagnées de faibles corrélations. Il semble donc que la rémunération – tout au moins lorsqu’elle est appréhendée de manière globale – ne dépendent que très faiblement de la performance de l’entreprise. Plus précisément, on remarquera malgré des performances très contrastées, les rémunérations sont assez concentrées dans la plage 1000-5000 M€, laissant penser qu’il existe une sorte de standard de marché, indépendant des performances individuelles des entreprises.

Ensuite, pour affiner cette première vue, il est intéressant d’isoler salaire fixe et autres avantages du reste de la rémunération :



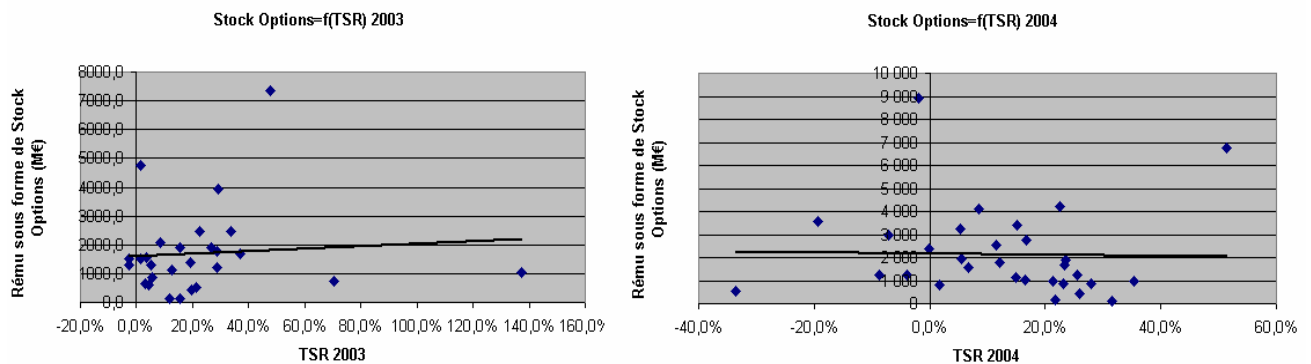
Les coefficients de corrélation entre TSR et rémunération fixe sont de respectivement 0.05 et 0.16 pour 2003 et 2004. Ici, on voit que la part de fixe dans le salaire décroît lorsque l’entreprise bénéficie d’une bonne performance, ce qui est tout à fait logique, la part variable étant justement coordonnée en théorie à l’atteinte de bonnes performances. Malgré tout, encore une fois – et les niveaux de corrélation le confirment – la diversité des performances ne s’accompagne pas d’une diversité des rémunérations fixes, celles-ci restant fortement centrées autour de 1000 M€, quel que soit le TSR observé.

Une régression de la part variable du salaire, quant à elle, nous donne :



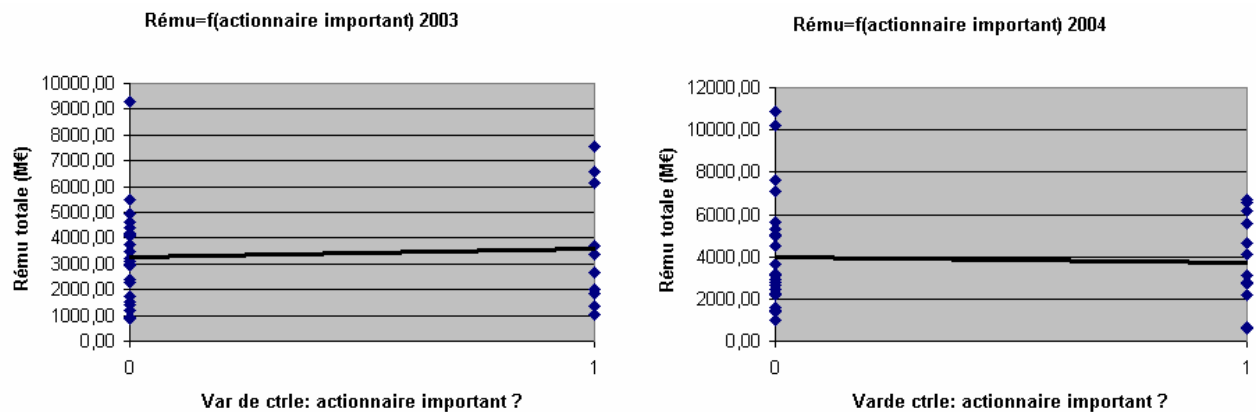
Les coefficients de corrélation entre TSR et part variable de la rémunération sont de 0.02 en 2003 et 0.3 en 2004. Les résultats obtenus ici sont surprenants : on s'attendrait à ce que la part fixe de la rémunération soit fortement corrélée à la performance, et à ce que les droites de régression soient fortement croissantes. Hors, ce n'est pas le cas, et bien que les rémunérations variables soient plus dispersées que les rémunérations fixes (en particulier en 2004), elles le sont indépendamment de niveaux de performance.

Nous avons ensuite observé la corrélation entre la performance de l'entreprise et la part de la rémunération distribuée sous forme de stock options :



Les coefficients de corrélation entre le TSR et la valeur estimée des stock options attribuées en 2003 et 2004 sont de 0.001. Les entreprises attribuant des stocks options le font donc de manière indépendante des performances de l'année, ce qui contribue encore à déconnecter la rémunération des dirigeants des performances de l'entreprise. Cela dit, cela peut paraître normal dans la mesure où les stock options ne sont pas seulement un moyen de rémunérer les dirigeants pour leur performance passée (mesurée par le TSR), mais également un moyen pour les motiver à assurer un TSR supérieur dans le futur. Une droite de régression croissante plus marquée aurait cependant été attendue en toute logique.

Enfin, nous avons voulu contrôler l'impact d'un actionnaire de référence fort dans la détermination des niveaux de rémunération :



Les coefficients de corrélation entre présence d'un actionnaire important et rémunération totale sont de 0.01 en 2003 et 0.00 en 2004. Encore une fois, avoir un large actionnaire (détenant plus de 10% des parts dans notre étude) semble peu déterminant dans la fixation de la rémunération. On peut toutefois noter que les rémunérations les plus élevées sont accordées dans les entreprises sans actionnaire important, ce qui laisserait penser que malgré tout, il existe un phénomène marginal de laisser-aller dans ces cas.

Maintenant que nous avons analysé notre échantillon d'entreprise du CAC 40, nous allons pouvoir mettre en relation les résultats obtenus à la fois avec des données plus qualitatives (recueillies lors d'entretiens), et avec les théories que nous avons présentées précédemment. Cela fera ainsi l'objet de notre troisième partie, que nous aborderons après nous être penchés sur la rémunération de dirigeants d'entreprises non cotées, dans le cadre des opérations de LBO.

B. Les dirigeants d'entreprises non cotées / Focus sur les LBO

Le monde des entreprises non cotées est très différent de celui des entreprises du CAC 40, que nous venons de survoler. Tout d'abord, elles sont souvent de taille inférieure, et l'effet de taille, que nous avons déjà observé, joue ici pour entraîner les rémunérations des dirigeants, dans leur ensemble, vers des niveaux plus bas. Outre des tailles généralement inférieures, ce qui qualifie les entreprises non cotées, c'est avant tout leur diversité : on trouve toutes sortes de sociétés dans cet ensemble hétéroclite, ce qui implique tout autant de montants et de modes de rémunération tous différents les uns des autres.

Cependant, nous désirons nous intéresser à seulement une petite partie de ces entreprises, celles où existe un principal - actionnaire ou groupe d'actionnaire – aux pouvoirs suffisants pour rendre une relation entre performance et rémunération observable. Plus particulièrement, nous allons nous intéresser aux entreprises sous LBO, qui, bien que de tailles très différentes, ont comme caractéristique commune d'avoir un principal fort, le fonds d'investissement, qui essayera bien plus que dans une entreprise non cotée « standard » de motiver le dirigeant afin d'obtenir une performance exceptionnelle de l'entreprise.

Il nous semble ainsi important de rappeler les grands points du Leveraged Buy Out. Ensuite, nous détaillerons les différents modes de rémunération des dirigeants d'entreprises sous LBO et nous ferons la distinction avec celles des dirigeants du CAC 40. Enfin, nous analyserons la professionnalisation du marché du LBO et de la rémunération des dirigeants et nous nous intéresserons à l'actualité du LBO en France.

1. Définition du Leveraged Buy Out

Le Leveraged Buy Out est une forme de rachat d'entreprise. Un fonds d'investissement spécialisé va ainsi créer une société holding qui va fortement s'endetter pour acquérir la société cible. Le remboursement de la dette, principal et intérêts, se fera grâce aux dividendes versés par la société cible à la holding. Ce schéma est d'autant plus intéressant lorsqu'il y a intégration fiscale et que la holding peut réduire ses impôts en imputant les frais financiers induits par le montant de dette contracté au résultat avant impôt de la société cible. Cet avantage fiscal est possible si la société holding possède 95% des titres de la société cible.

Plusieurs types de rachat d'entreprise par dette existent, le plus connu étant le Leveraged Management Buy Out où tout ou partie de l'ancien management de la cible participe au rachat de la société en association avec le fonds d'investissement. Une autre forme est le Buy In Management Buy Out où des cadres extérieurs sont également associés à l'opération. Enfin, on parle de Leveraged Build Up lorsqu'un fonds a pour ambition de procéder à d'autres acquisitions qui permettront des synergies avec la société cible, très à la mode il y a quelques années, les fonds d'investissement ne basent plus beaucoup leur stratégie et leurs business plans sur ce genre de montages qui augmentent fortement le risque de l'opération, le plan de rachat d'autres entreprises étant souvent difficile à atteindre et le montant des synergies possibles parfois surestimé.

La durée d'investissement dans un LBO est de l'ordre de 3 à 5 ans, à la suite de laquelle le fonds cède la société cible à un industriel, ce qui est plutôt rare sinon les financiers n'auraient pas pu faire l'opération en premier lieu, procède à une introduction en bourse de la cible ou enfin cède la cible à d'autres financiers qui montent un LBO secondaire voire tertiaire si la société avait déjà fait l'objet d'un LBO.

Les cibles de LBO sont en général des leaders dans leur domaine, en effet la cible va déjà supporter un risque financier et ajouter un risque industriel est dangereux dans ce type de montage. Ainsi, les sociétés reprises sous LBO sont souvent des « vaches à lait » avec des Free Cash Flow relativement stables qui permettent de facilement rembourser la dette et dont les besoins d'investissement ne sont plus très importants.

Les vendeurs sont souvent des familles qui règlent ainsi un problème de succession ou bien des grands groupes industriels qui décident de se séparer d'une filiale ou d'une division qu'ils ne considèrent plus comme faisant partie de leur cœur de métier.

Le montage de LBO est intéressant sur le plan de la théorie financière car il est difficile de prime abord d'expliquer comment un fonds d'investissement est capable de payer un prix plus élevé pour le rachat d'une cible qu'un industriel alors que ce dernier est le seul à pouvoir jouir de synergies. Dans quelle mesure les LBO permettent-ils une création de valeur ? L'une des premières hypothèses est la réduction des impôts payés du fait des frais financiers déductibles mais selon la théorie des marchés en équilibre cette économie est compensée par l'augmentation du risque de faillite encouru par la cible et ne peut donc être considérée comme la vraie source de valeur. La théorie des mandats semble plus

convaincante, le poids de la dette pousse en effet les dirigeants à gérer l'entreprise au mieux, d'autant plus qu'ils sont également actionnaires de la société avec une rémunération à la clé potentiellement très importante. L'alignement des intérêts entre le management et le fonds d'investissement est beaucoup plus fort et les coûts d'agence sont réduits ce qui permet de créer de la valeur là où les industriels sont moins efficaces. Nous pouvons ainsi rentrer un peu plus dans les détails en ce qui concerne les différents instruments de rémunération des dirigeants de société sous LBO.

2. Les mécanismes de rémunération des dirigeants sous LBO

Lors d'un de nos entretiens avec des professionnels du Private Equity et des opérations de LBO, l'accent à tout d'abord était porté sur la différence fondamentale qui existe entre le mode de rémunération des dirigeants qui ne sont pas sous LBO, notamment ceux des entreprises du CAC 40, et ces derniers qui travaillent étroitement avec les fonds. En effet, la rémunération des dirigeants « classiques » se décompose sous la forme d'un salaire fixe, d'un bonus variable, fonction de la performance de l'entreprise, d'avantages en nature comme la voiture de fonction, et des stock-options, bons de souscription d'actions et actions gratuites. Cette rémunération comporte des instruments permettant d'aligner les intérêts du dirigeant avec ceux des actionnaires (bonus, stock-options, BSA...) mais restent sans risque.

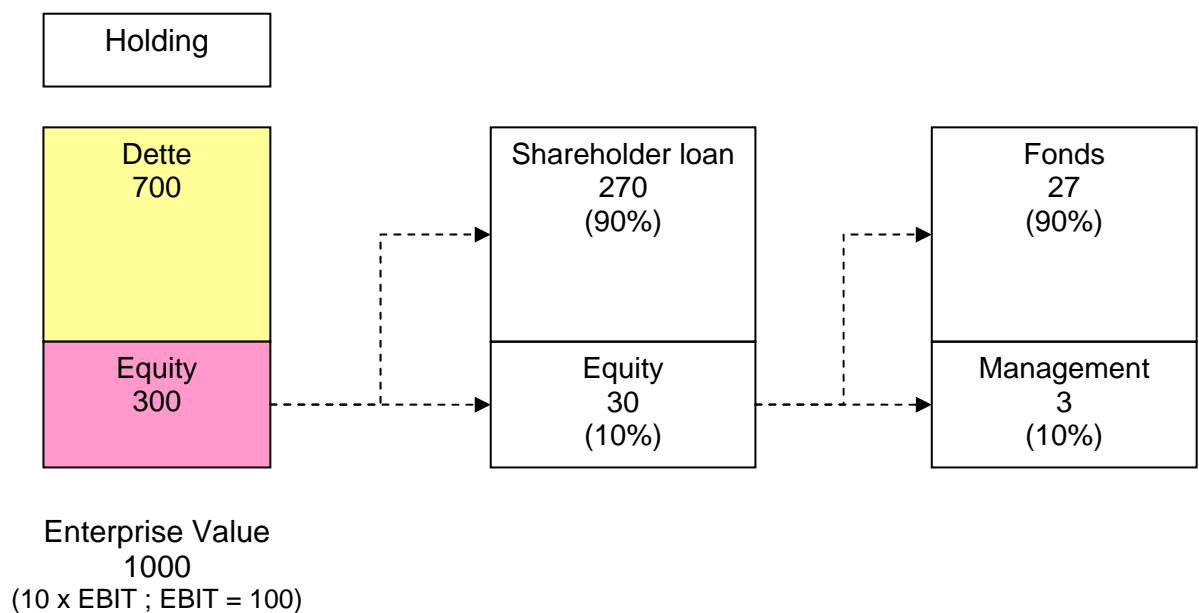
En effet, si l'entreprise ne connaît pas les performances attendues, la rémunération variable du dirigeant en sera plus ou moins affectée comme nous l'avons vu précédemment mais ce dernier ne peut en aucun cas perdre une partie de son patrimoine. Dans le cadre d'un LBO, le principal moteur du dirigeant est justement son investissement personnel dans le projet. Les fonds demandent à titre de « garantie » une participation du management au capital de la holding qui acquiert la cible, participation non négligeable dont le montant oscille entre un et deux ans de salaire, parfois plus. De ce fait, le management investit dans sa propre entreprise et sera associé au succès du fonds si l'entreprise atteint voire dépasse les objectifs fixés. Ce mécanisme permet au management de multiplier sa mise de fonds par deux, cinq ou même dix si le LBO a explosé.

La différence fondamentale entre les dirigeants du CAC et ceux de sociétés sous LBO est donc la prise de risque. Il est en ce sens impropre d'utiliser le terme de rémunération en parlant du partage de la plus-value à la sortie du LBO car elle ne prend pas en compte ce facteur de risque qui est un risque d'investisseur, avec la possibilité de tout perdre si le projet

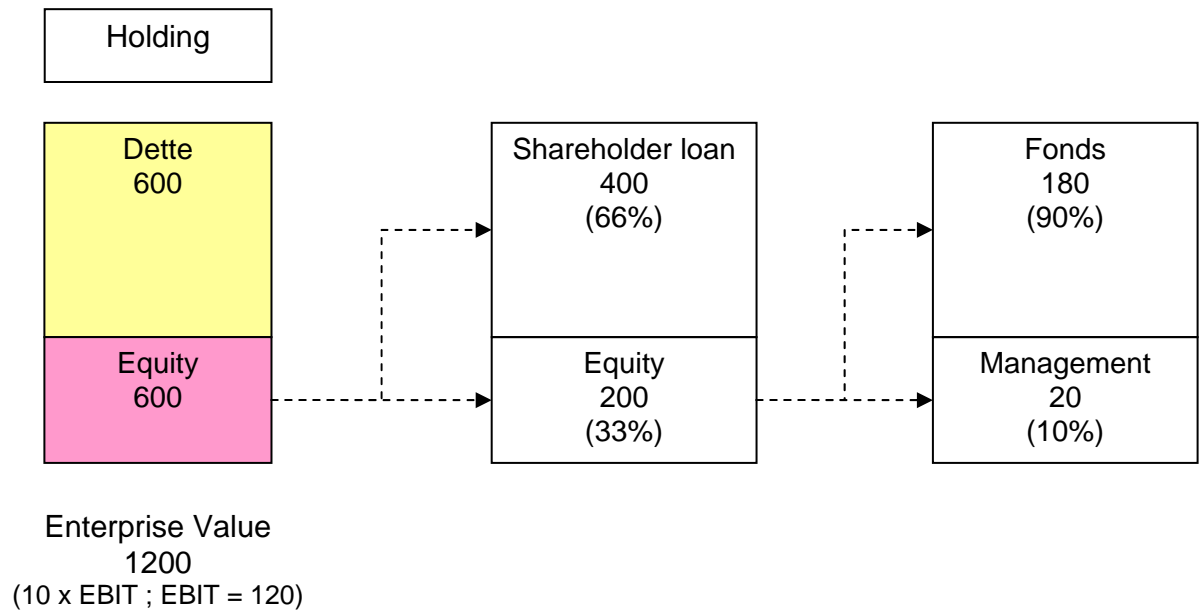
échoue. La rémunération est donc la contrepartie d'un travail alors que le « management package » négocié avec les fonds par les dirigeants comporte ce risque d'investisseur. Il est donc erroné de comparer des rémunérations « classiques » avec des « management packages » parfois beaucoup plus élevés mais qui ne comportaient pas le même risque de départ.

Les dirigeants sous LBO ont donc une rémunération composée d'un fixe, d'un variable et d'avantages en nature d'une part et d'un intéressement à la plus-value de sortie en tant qu'actionnaire de la holding. Le salaire fixe, tout comme le bonus et les avantages en nature, s'ils peuvent être quelque peu revus à la hausse, sont en général proches de ceux que le dirigeant touchait par le passé. L'alignement des intérêts est déjà présent dans la rémunération par le biais de covenants financiers fixés par les financiers sur le business plan réalisé et qui ont un but incitatif. Dans le cadre d'une surperformance durable, ces covenants peuvent être revus à la hausse et concernent essentiellement des objectifs d'EBITDA, d'EBIT et de Free Cash Flow. Le montant du variable quant à lui est souvent égal au salaire fixe. La vraie nouveauté se fait en ce qui concerne la participation au capital via l'émission de bons de souscription d'action au nominal qui peuvent être exercés par le dirigeant au moment de la revente de la société et donc engranger une forte plus-value sur la cession de l'entreprise.

En général, le management participe à hauteur de 1 à 3% du capital de la holding, même si le management s'est parfois vu octroyé jusqu'à 20% du capital. La structure financière de la holding se présente alors comme ci-dessous :



A la revente, quatre années plus tard, le schéma est le suivant :



Le management a donc multiplié sa mise par plus de six fois en l'espace de cinq ans. De plus, les fonds fixent des « ratchet » correspondant à des taux de rendement interne (TRI) pour mesurer la performance du LBO. De l'ordre de 25% au début des années 2000, le TRI exigé par les fonds est plus proche de 15% aujourd'hui. Ainsi, si le TRI est supérieur à 15% des seuils sont fixés par le fonds et s'ils sont franchis le fonds s'engage à faire profiter le management de la plus-value dans une certaine proportion. A hauteur de 10% sur la tranche située entre 25% et 30% de TRI, 20% entre 30% et 35%, et ainsi de suite.

Le shareholder loan, fixé à un taux situé entre 8 et 15% en général, constitue une rémunération pour le fonds même en cas d'échec du LBO, ce à quoi le management ne peut prétendre dans ce type de montage.

Dans le pacte d'actionnaires qui lie contractuellement le fonds d'investissement et le management, le management fait figurer un « tag along » qui lui donne un droit de sortie, aux mêmes conditions que le fonds si ce dernier souhaite vendre sa participation, ainsi qu'un « drag along », qui accorde le droit au fonds de forcer le management à vendre dans le cadre d'une sortie car comme nous l'avons vu précédemment, il est très important dans ce cadre d'opération d'avoir 95% du capital pour pouvoir procéder à l'intégration fiscale.

Dans le cadre d'un LBO secondaire, un pourcentage de réinvestissement est fixé, 1 à 2%, qui répond à des caractéristiques de « management package » mais le reste de la

participation du management est lui aligné sur les caractéristiques de retour du fonds afin de réguler la manne pour les dirigeants qui voudraient réitérer sans fin le processus pour s'enrichir.

3. Un marché qui se professionnalise

La rémunération des dirigeants est justement devenue un sujet de négociation très important aujourd'hui dans un contexte où la concurrence entre les fonds d'investissement est rude, notamment en France, et où les prix d'acquisition s'envolent du fait d'un afflux trop important de capitaux comparé aux sociétés mises en vente sur le marché. Certains évoquent ainsi une bulle du LBO qui provoque la flambée des « management packages » également. De plus, les managers sont plus aguerris et sont désormais au courant des pratiques des fonds d'investissement.

Cette tendance est d'autant plus forte que des banques, des cabinets d'avocats, d'audit ou des sociétés indépendantes se sont spécialisées dans le conseil en rémunération pour les dirigeants dans les opérations de LBO. Ces sociétés ont ainsi pour but de faciliter le contact des managers avec les fonds, de les aider dans le processus de négociation des « management package » et de décrypter, de par leur connaissance du monde du Private Equity et des LBO, les différentes propositions qui sont faites au management et à la société vendeuse. En effet, chaque fonds possède sa méthode de construction des « management package » et il peut donc être épineux de faire le bon choix dans ce contexte là sans les connaissances requises.

Une limite naturelle à cette tendance est l'existence des Leveraged Buy In où le fonds amène sa propre équipe de management pour diriger la société cible. Bien que ce type de montage apparaisse comme un garde-fou face à des dirigeants de plus en plus gourmands, il reste clair que le management joue un rôle clé dans le succès d'une opération de LBO et il reste dangereux pour le fonds de procéder à un LBI si les relations avec le management ne sont pas celles qui étaient escomptées. D'autant plus que si les « management packages » sont parfois de synonymes de montants exorbitants, ces derniers ne sont que le reflet des retours très élevés que le fonds aura fait sur l'opération en question. Un des professionnels du marché nous dira ainsi : « Je n'ai jamais entendu parler d'un fonds qui regrettait d'avoir été trop généreux avec son management, s'ils l'ont fait c'est que le LBO a été très rémunérateur de leur côté également. »

Par ailleurs, les LBO primaires se font plus rares aujourd'hui car les grands groupes ne sont plus dans une phase de désinvestissement massif pour assainir leur bilan comme se fut le cas après 2001. La reprise de la croissance des grands groupes industriels porte un coup aux fonds qui se retrouvent sans cible dans lesquelles investir. L'augmentation de la durée des dettes contractées a également favorisé la hausse des prix dans le LBO car les fonds peuvent étaler le remboursement sur une plus longue période et peuvent donc proposer un prix plus compétitif.

Après une année record en 2005 et un début 2006 prometteur avec deux opérations de plus d'un milliard d'euros, Cegelec à 1,15 milliard et Materis à 2,07 milliards, le marché français semble quelque peu se tarir et ne semble pas regorger de cibles de tailles similaires pour les prochains mois. Seules la société d'ingénierie électrique Amec Spie, évaluée entre 650 et 720 millions d'euros, et les cafétérias Casino, valorisées quelques centaines de millions d'euros, sont identifiées à l'heure actuelle. De plus, les LBO secondaire ou tertiaires ont représenté 36% de l'activité en 2005, preuve de la diminution du nombre de cibles primaires. En outre, la concurrence entre les fonds va être accentuée par le retour des industriels qui sont de plus en plus agressifs sur un marché qu'ils avaient quelque peu délaissé ces dernières années, notamment sur le marché des mid-caps, relativement peu profond. En revanche, le marché des small caps (valorisation de 25 à 250 millions d'euros) reste lui très dynamique avec une augmentation de 50% du nombre de LBO l'an dernier sur ce segment.

Nous avons ainsi étudié les différents modes de rémunération des dirigeants dans la pratique. Ces derniers répondent-ils vraiment aux problématiques soulevées par les théoriciens de la rémunération et quelles sont encore les améliorations à apporter afin d'aligner parfaitement les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants ?

III. Quelle adéquation entre la théorie et la pratique ?

A. Modélisation de la rémunération des dirigeants des sociétés du CAC 40

Notre analyse statistique des sociétés du CAC 40 nous a permis de montrer qu'en dehors d'effets marginaux, la rémunération des dirigeants de ces entreprises n'était que très peu corrélée à leur performance, ce qui est d'autant plus étonnant que la part variable de ces mêmes rémunérations – qui devrait en théorie directement dépendre des performances de l'entreprise – représente plus de la moitié de la rémunération totale des dirigeants de ces sociétés du CAC 40. La taille d'une entreprise a tendance à jouer dans la fixation du montant des rémunérations, et quelques entreprises sans actionnaires importants voient des rémunérations exceptionnelles accordées à leurs dirigeants. Mais en dehors de ces deux effets, il semble que les rémunérations soient fixées sans considération pour la performance. Mieux, alors que les TSR des entreprises étudiées sont très différents, les rémunérations au sein de ces dernières sont relativement concentrées, laissant penser à l'existence de standards de marché.

Notre échantillon semble donc ne pas être en adéquation avec les théories de la rémunération que nous avons précédemment rappelées. En effet, la théorie de l'agence, tout d'abord, semble vraiment malmenée : dans la pratique, la rémunération ne semble pas aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, puisqu'elle est déconnectée du TSR. Elle semble juste à première vue être un cadeau arbitraire et gratuit fait aux dirigeants par les actionnaires, fixé par rapport à un consensus sans rapport avec la vie de la société.

Le seul lien faisant des dirigeants des agents des actionnaires reste celui créé par l'attribution de stock options qui, même si elles sont données sans considération pour la performance de l'exercice d'attribution, ont une valeur conséquente, et sont donc susceptibles de motiver le dirigeant à maximiser la performance future de sa société.

Nous devons également rappeler que pour des raisons pratiques, nous n'avons pris en compte dans le calcul de la rémunération annuelle des dirigeants qu'une estimation de la valeur des stock options reçues lors de l'exercice, et non pas une évaluation du gain à chaque exercice du portefeuille d'options de chaque dirigeant, lequel tirerait majoritairement sa valeur des options attribuées lors des exercices précédents. Notre démarche nous aura conduit à minimiser d'une part la richesse totale amenée au dirigeant par ses stock options, et d'autre

part, la corrélation de la valeur de celles-ci avec la performance de l'entreprise. On peut donc penser que dans la pratique, comme l'ont montré Hall et Liebman, les stock options jouent vraiment un rôle clé dans l'alignement des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires.

Alors que le reste de la rémunération est fixé indépendamment de la performance, les stock options sont donc le seul véhicule de la théorie de l'agence au sein des entreprises du CAC 40, et elles devraient entraîner également une hausse mécanique de la corrélation entre la rémunération totale (dont elles forment une partie conséquente) et cette même performance. Toutefois, il faut noter qu'environ $\frac{1}{4}$ des entreprises étudiées ne distribuent pas de telles options à leur dirigeants : ce système n'est donc pas universel.

Enfin, pour les entreprises qui en distribuent, il nous est difficile d'établir précisément la part des stocks options dans la rémunération. Si elle est sûrement importante, reste qu'elle ne représente qu'une fraction d'un ensemble déconnecté des considérations des actionnaires, ce qui nous amène finalement à nuancer fortement l'application des théories classiques et révisées de l'agence à notre échantillon.

La théorie classique n'étant pas applicable aux entreprises étudiées, nous pouvons chercher les raisons de ces déviations dans les théories alternatives également développées en première partie de cette étude.

Tout d'abord, nous manquons d'éléments quantitatifs pour évaluer l'importance de la rémunération de la chance au sein de notre échantillon. Sur ce point, nous pouvons cependant apporter quelques éléments qualitatifs, qui nous ont été fournis lors d'un entretien avec M. Christian Vo Phuoc, du cabinet Hay Group : il apparaît clairement que les entreprises disposants de fortes ressources, accumulées grâce à l'occurrence de la « chance » dont parlent Marianne Bertrand et Sendhil Mullainathan, ont tendance à mieux rémunérer leur dirigeants. Un des exemples récents les plus flagrant de ce mouvement est celui de Total, ayant largement profité de la hausse des cours du pétrole. A côté de cela, comme notre étude l'a montré, les dirigeants ne voient généralement pas leur rémunération baisser en cas de malchance (TSR fortement négatifs dans notre étude). La rémunération de la chance semble donc bien présente au sein de notre échantillon, et contribue à expliquer le manque de corrélation entre performance et rémunération, en particulier pour ce qui est du manque de sanction lors de mauvaise performance.

Mais au-delà de cette première théorie alternative, la théorie la plus intéressante pour expliquer la situation étudiée est celle du *skimming*. Ainsi, si l'on observe des rémunérations plutôt stables, déconnectées des performances et suivant un certain standard de marché, c'est avant tout car les dirigeants des entreprises du CAC 40 profitent actuellement d'un important phénomène de *skimming*. En premier lieu, les actionnaires de poids sont relativement peu nombreux et, comme nous l'avons vu, ont peu de poids sur la décision des montants de rémunération. Mais surtout, comme nous l'avons découvert lors de nos entretiens, le *skimming* provient du mode même de fixation des rémunérations dans la pratique.

Comme nous l'avons vu précédemment, l'organe clé dans cette décision est le comité de rémunération. Hors, ce dernier est composé en majeure partie d'amis du dirigeant, souvent eux-mêmes dirigeants d'autres entreprises cotées. Au final, chaque dirigeant participe à la fixation du salaire des autres dirigeants, qui font de même pour lui. Ce phénomène entraîne alors un maintien artificiel à la hausse de toutes les rémunérations, indépendamment des performances individuelles des sociétés : demander une baisse du salaire d'un dirigeant reviendrait à s'exposer à une baisse du sien. De même, c'est par ce mécanisme que s'est peu à peu mis en place une convergence des rémunérations de l'ensemble de ces dirigeants vers ce que l'on pourrait qualifier de standards de marchés, nuancés par des variables comme la taille de l'entreprise. Ce phénomène est donc à l'origine d'une grande partie des résultats initialement surprenants que nous avons obtenus.

Enfin, reste à insister sur un dernier élément qualitatif jouant un rôle important dans la détermination des rémunérations, élément lui aussi indépendant de la performance des sociétés : la culture d'entreprise. Ainsi, des entreprises à la culture anglo-saxonne, comme l'Oréal par exemple, n'hésiteront pas à rémunérer fortement leurs dirigeants. Des sociétés récemment privatisées, où à la culture mutualiste, seront plus réservées. Cette différence joue également un rôle dans l'attribution ou non de stock options : les entreprises les plus frileuses ne bénéficient pas encore de ce mécanisme, pourtant idéal, comme nous l'avons vu, lorsqu'il s'agit de concilier les intérêts des actionnaires et des dirigeants.

B. La rémunération des dirigeants dans les opérations de LBO

Les financiers semblent avoir bien cerné le problème de l'agence et l'alignement d'intérêt est très étroit entre les actionnaires, le fonds d'investissement, et le dirigeant, lui-même actionnaire de la holding. En effet, la majeure partie de la « rémunération » du dirigeant étant liée à sa participation au capital de la société, ce dernier est d'autant plus motivé à faire croître son entreprise, à réduire les coûts et gérer ses équipes le plus efficacement possible. Une vraie fortune est à la clé pour les dirigeants d'entreprises sous LBO si l'opération est couronnée de succès.

Bien que la rémunération de la chance soit également présente car l'euphorie du marché et la croissance de l'économie favorisent forcément les résultats de la société et de ce fait la rémunération du dirigeant, le manager adopte une logique de « cash » lorsqu'il est sous LBO et non plus une logique de résultat comptable comme cela peut être le cas dans une entreprise « classique ». Toute la stratégie en place a pour objectif d'améliorer les éléments qui aident à la mesure de la performance de la société, EBITDA, EBIT, Free Cash Flows notamment.

Enfin, le principe de « *skimming* », le dirigeant ayant un rôle important dans la fixation de sa rémunération, est bien moins présent dans les entreprises sous LBO dans la mesure où le « *management package* » qui constitue la majeure partie de la « rémunération » du dirigeant est fixé lors de négociations avec le fonds qui est amené à devenir l'actionnaire majoritaire et est donc parfaitement conscient des conditions de rémunérations du management. Néanmoins, la concurrence sur le marché joue en faveur des dirigeants qui, épaulés par des spécialistes, comparent les offres et peuvent sélectionner le plus offrant. Le poids du dirigeant en est donc renforcé en un sens, mais sa rémunération reste néanmoins en ligne avec la performance de la société, ce qui ne va ainsi pas à l'encontre des théories financières développées sur le sujet.

Le Private Equity et les entreprises sous LBO constituent donc une vitrine pour les autres sociétés où les coûts d'agence sont certainement bien supérieurs de par la divergence d'intérêts qu'il peut exister entre les dirigeants et leurs actionnaires. Avec leur culture de la performance exacerbée et leur attention aux ratios financiers et de performance, les fonds d'investissement ont peu à peu instauré de nouvelles règles de gestion et ont poussé le reste du monde de l'entreprise vers une meilleure « *corporate governance* ».

Conclusion : Vers une rémunération des dirigeants plus en phase avec les intérêts des actionnaires ?

Notre étude nous a permis d'aborder la rémunération des dirigeants sous deux angles bien différents : les mécanismes de sa fixation chez les dirigeants d'une entreprise du CAC 40 sont peu semblables à ceux observés chez les dirigeants d'entreprises sous LBO.

Au-delà des mécanismes eux-mêmes, le plus important reste le but premier de ces rémunérations, à savoir, comme exprimé par la théorie de l'agence, le rapprochement des intérêts des dirigeants et des actionnaires. Sur ce plan, nous avons vu que le monde du LBO fait figure de véritable vitrine, tant les mécanismes qui le caractérisent tendent à ajuster au plus près les intérêts de ces 2 parties. Au contraire, les dirigeants du CAC 40 bénéficient d'un régime de faveur, et sont rémunérés en grande partie indépendamment de la performance de leur société. Pour ces derniers, seules les stock options permettent un alignement de leurs intérêts avec ceux de leur actionnaires.

Alors que le LBO est devenu de nos jours une composante habituelle du paysage entrepreneurial français, il semble justifié de se demander si la situation en place actuellement serait amenée à durer. Face aux pratiques maintenant démocratisées du LBO, les dirigeants des entreprises du CAC 40 pourront-ils continuer à éluder les sanctions de la performance ? En guise de conclusion à ce mémoire, nous voudrions émettre quelques éléments de réponse à cette question.

Tout d'abord, nous avons vu que le meilleur véhicule de la théorie de l'agence était la mise en place de stock options, ou d'autres instruments financiers ayant pour but de motiver les dirigeants à assurer la performance de leur société. L'utilisation de ces instruments, depuis longtemps utilisés dans le monde du private equity, continue de se répandre au sein des grandes entreprises françaises. Ces dernières sont de plus en plus nombreuses à utiliser les stock options, et certaines commencent même à distribuer des options gratuites, déplaçant ainsi peu à peu la valeur de la rémunération vers des bases plus saines. Le LBO aura donc servi de terrain d'expérimentation de ces éléments, qui sont maintenant adoptés plus largement par les grandes entreprises.

Les actionnaires eux-mêmes, qui par leur manque d'implication et une certaine politique de laisser-faire dans un contexte économique plutôt positif donnaient en quelque

sorte leur bénédiction aux fixations arbitraires de rémunération, deviennent plus vigilants. Ils mandatent plus souvent des audits, et surveillent de plus près les comités de rémunération. Même si actuellement les seuls vrais changements surviennent lors d'opérations extérieures, d'autant plus si une entreprise étrangère est impliquée (fusions, rachats...), on peut donc penser que nous allons bien à moyen terme vers une rémunération des dirigeants plus en phase avec les intérêts des actionnaires. Enfin, les médias ont un poids grandissant, agissant comme un garde-fou évitant de rémunérations déconnectées de la réalité.

Annexes

Annexe 1 : Compte rendu d'entretien du 21 avril, Hay Group, M. Christian Vo Phuoc

La rémunération du dirigeant des sociétés du CAC 40 est généralement fixée par un comité de rémunération. Les gens le composant sont d'origines variées : dirigeants d'autres grandes sociétés, consultants, mais du PDG... Ces gens se connaissant, siègent souvent à plusieurs comités de surveillance et se rémunèrent finalement entre eux. S'en suit en définitive un important phénomène de *skimming* de la part des dirigeants, qui fixent eux-mêmes leur rémunération, de manière déconnectée des performances de l'entreprise.

Dans un contexte plutôt positif de hausse à long terme des résultats, les actionnaires ferment les yeux sur ces pratiques. Si cette situation risque de ne pas évoluer dans les prochaines années, on peut noter quelques changements laissant augurer plus de surveillance à moyen terme : les actionnaires demandent de plus en plus de missions aux cabinets de conseil, et surveillent donc plus les comités de rémunération. Les seuls vrais changements surviennent lors d'opérations extérieures, d'autant plus si une entreprise étrangère est impliquée : fusions, rachats... Les dirigeants ne sont donc pas encore punis pour une mauvaise performance, mais risquent de le devenir. D'une rémunération déconnectée de la performance, où les dirigeants sont également rémunérés pour la chance, on va donc vers plus de corrélation avec la performance. Les médias ont également un poids grandissant, agissant comme un garde-fou évitant de rémunérations totalement déconnectées de la réalité.

D'un point de vue pratique, la rémunération comprend plusieurs volets. De manière générale, le niveau de responsabilité est rémunéré, ce qui explique les différences de rémunérations liées à la taille de l'entreprise. La partie fixe de la rémunération rémunère le poste, et représente environ la moitié du salaire. La part variable doit rémunérer la performance, et se base sur des indicateurs comptable, financiers et qualitatifs. Les stocks options, ainsi que les régimes de retraites, ont une importance croissante dans la rémunération totale. De nouveaux modes de rémunération comme l'attribution d'option gratuites viennent compléter ce panel. Certains dirigeants bénéficient enfin de *golden parachutes*, représentant entre 2 et 4 ans de salaire.

Les différences de rémunération entre les dirigeants des entreprises du CAC, outre leurs tailles et performances respectives, viennent du type d'entreprise dont il s'agit. Les entreprises riches ou familiales payent mieux leurs dirigeants, alors que les anciennes entreprises publiques, ou les entreprises à la culture plus mutuelle, payent moins les leurs.

Annexe 2 : Compte rendu d'entretien, avril 2006, grand fonds de Private Equity parisien

La rémunération des dirigeants d'entreprises sous LBO prend plusieurs formes :

une partie fixe

une partie variable

un droit au capital

En général, le dirigeant est souvent l'ancien mandataire social de la société, le PDG, et devient employé de la holding créée. Son salaire fixe reste souvent identique et le niveau de bonus ne varie pas énormément. La vraie différence dans le niveau de rémunération est liée à la participation au capital. Le dirigeant grâce à son apport, qui correspond à une ou deux fois le montant de son salaire fixe annuel s'il ne possède pas de gros patrimoine, peut dégager une très importante plus-value si le LBO est un succès.

La rémunération du dirigeant, basée sur un Business Plan et le respect de covenants financiers, a pour objectif de motiver le PDG. Ces objectifs peuvent être revus à la hausse si l'entreprise surperforme pendant deux ou trois années consécutives.

Le bonus est généralement calculé en fonction d'objectifs sur l'EBITDA, l'EBIT et les Free Cash Flows.

Le montant du variable est équivalent à celui du fixe. A titre d'exemple, le dirigeant d'une société dont le chiffre d'affaires oscille entre 300 et 500M€ touchera de 150 à 300 K€ en fixe, rémunération qu'il peut doubler grâce à son bonus.

La performance d'un dirigeant dans une opération de LBO n'est pas diluée, elle se traduit par un fort retour sur investissement. En effet, lorsque le fonds multiplie sa mise par deux, le manager lui la multiplie par cinq ou dix, ce qui explique l'exubérance de certaines rémunérations de dirigeants à la tête de LBO qui ont bien fonctionné.

Afin d'augmenter l'effet de levier, des titres à terme à valeur historique sont émis. La distribution du capital varie d'un LBO à un autre et d'un fonds à un autre. Dans l'opération France Bonhomme, plus d'un tiers du personnel a reçu des parts dans le capital.

De la même manière, si le PDG est un homme fondamental pour le succès du LBO, sa participation au capital sera plus importante afin d'augmenter sa motivation et l'alignement des intérêts avec le fonds d'investissement.

Le management prend néanmoins un risque dans une opération de LBO, ils peuvent très bien perdre leur investissement si l'opération échoue.

En général, le management participe à hauteur d'1 ou 2% de l'equity.

La théorie du signal s'applique parfaitement aux opérations de LBO. Ainsi, il est essentiel que le management et les dirigeants lancent un signal positif au marché via leur participation au capital.

Exemple de structure financière sous LBO :

$$EV = 1000 \text{ (10 x l'EBIT)}$$

$$D = 70\% = 700$$

$$E = 30\% = 300$$

Aujourd'hui les managers sont plus aguerris et accoutumés aux opérations de LBO. Le secteur s'est fortement professionnalisé, des sociétés se sont spécialisées dans les LBO et notamment en ce qui concerne les packages de rémunération des dirigeants, Scoto, Price Waterhouse Coopers ou Callisto entre autres.

Le poids des dirigeants est tout à fait particulier en France. Même au Royaume-Uni dont l'activité dans ce secteur est forte les dirigeants n'ont pas le même poids qu'en France.

Cette plus grande professionnalisation du métier engendre des négociations plus dures entre les fonds et les dirigeants. Cette tension est régulée par l'apparition de Leverage Buy In, opérations où le fonds apporte sa propre équipe. En effet, cette menace permet aux fonds de remettre en perspective les exigences des managers qui ont tendance à réclamer de plus en plus.

L'essor des LBO a également vu naître des hommes d'affaires « spécialisés » dans ces opérations de direction temporaire de la société mais les LBI ont pour but de détourner les managers trop gourmands.

Un LBO qui se déroule bien fait la fortune de son dirigeant. Le management peut récupérer jusqu'à 20% de la plus-value de sortie.

Le fonds se rémunère sur le shareholder loan et l'equity. Le pacte d'actionnaires est un élément fondamental de ces opérations. Il contient un tag along qui permet aux actionnaires minoritaires de sortir en cas de vente mais également un drag along qui oblige les minoritaires à vendre en cas d'opération de cession.

Lorsqu'un manager quitte une société sous LBO, deux catégories peuvent être distinguées :

le good leaver qui peut espérer un rachat de ses parts à la valeur de marché

le bad leaver qui subira une décote de ses titres afin que la vente de ses parts ne déclenche pas une réaction en chaîne et une désaffection de la société

Annexe 3 : Compte rendu d'entretien, 14 avril, Axa Private Equity, M. Alexis Lavailote

Les fonds Axa gèrent 8 Md€, 2/3 en fonds de fonds, le reste en fonds : venture capital, Mezzanine, et deux fonds LBO, mid cap et small cap. Le fonds small cap, dans lequel travaille M. Lavailote, a un montant de 65M€. 80% des opérations viennent de la transmission d'une entreprise, et le gros du deal flow est apporté par les banques d'affaires.

De nos jours, les dirigeants sont tous actionnaires des sociétés en LBO, ce qui n'était pas le cas auparavant. Le montant investit dépend directement du patrimoine : il faut que le dirigeant soit en risque. En général, il s'agit d'un à 2 ans de salaire. Après l'opération de LBO, les salaires fixes et variables sont parfois un peu augmentés, mais restent en ligne avec les standards de marché. Le gros de la rémunération provient donc de l'investissement en capital, et est réalisé à la sortie de l'opération. En aparté, il est important de noter que la hausse de la rémunération prend également une forme optionnelle (et non pas par exemple une partie optionnelle assortie d'une hausse du salaire variable) pour des raisons d'optimisation fiscale. En effet, la rémunération à base d'options comporte une partie d'aléa, nécessaire pour que cette rémunération ne soit pas fiscalement comptée comme un salaire, lequel est assorti d'importantes charges sociales pour l'entreprise.

L'investissement en capital des dirigeants se fait à travers un pourcentage des actions leur étant attribué, ou bien la mise en place d'un effet de levier à base de BSA ou de l'utilisation de prêts d'actionnaires (mécanisme de sweet equity). Le fonds d'investissement accorde du sweet equity uniquement aux dirigeants participant à un premier LBO. Dans le cas d'un LBO secondaire, le dirigeant réinvestit environ 50% de ses bénéfices bruts en actions, aux mêmes conditions que le fonds actionnaire. Outre le sweet equity, le dirigeant peut bénéficier d'une redistribution des plus-values effectués à la sortie, pour peu que ce dernier ait atteint son TRI cible, 25% en général. Selon un mécanisme de paliers (ratchets), plus les gains sont importants, plus le dirigeant en récupère un pourcentage important.

Les dirigeants sont de plus en plus au courant des montages en cours, qui ont tendance à se démocratiser. D'abord mis en place pour les grosses opérations, les systèmes de rémunération avec sweet equity et restitution par palier des bénéfices au dirigeant une fois que le fonds a atteint son TRI cible sont aujourd'hui utilisés même dans les opérations sur des entreprises de petite taille. Plus au courant des pratiques, les dirigeants n'hésitent plus à négocier, et voient donc leur rémunération augmenter. Enfin, se sont créés des cabinets spécialisés dans la négociation de ces packages de rémunération, finissant d'en professionnaliser les modalités.

Un autre facteur de l'inflation actuelle du montant des packages – et donc de la rémunération des dirigeants – est l'état du marché des LBO. Les fonds d'investissement ont de nos jours beaucoup d'argent à placer, ce qui, face à un nombre d'entreprises à racheter limité, entraîne une hausse des multiples d'achat et des prix payés. Une fois le prix de rachat décidé, ainsi que le montant de dette utilisé pour ce rachat – données quasiment « de marché », les fonds concurrents arrivant à des structures semblables en général », le seul levier restant permettant à un fond ou à un autre de remporter l'enchère est celui du package managérial. Les dirigeants se trouvent alors dans une position confortable pour négocier ce dernier à la hausse, en baissant les seuils de rétrocession des plus-values, aménageant le sweet equity, ou adoucissant les clauses de good/bad leaver (clauses régissant les situations où le dirigeant quitterait l'entreprise).

Pour entrer dans le détail, il existe deux types de dirigeants de LBO.

Le premier est le dirigeant d'un MBO, qui était déjà présent dans l'entreprise avant l'opération. Il fait preuve d'une forte fibre entrepreneuriale, a une excellente connaissance de sa société. Ce type de dirigeant est particulièrement courant dans les small caps, qui sont souvent des entreprises familiales. Ce type de dirigeant a tendance à moins négocier sa rémunération, mais sera malgré tout mieux payé qu'un dirigeant extérieur, du fait de son expérience. On peut remarquer que la plupart de ces dirigeants étant d'importants actionnaires de leur société avant l'opération, ils se sont déjà considérablement enrichis en cédant une grosse partie de leurs parts au fonds d'investissement, et sont donc moins motivés par la perspective de faire un « coup » financier. Enfin, ayant jusque là dirigé leur entreprise efficacement, et étant nécessaires à son fonctionnement du fait de leur expérience, ces dirigeants ne sont pas réellement menacés de licenciement en cas de mauvais résultats de l'entreprise.

Le second type de dirigeant est celui retrouvé dans les MBI : les dirigeants managers. Il s'agit d'anciens cadres de grosses entreprises, désirant s'enrichir rapidement à travers un LBO. Ils sont donc très motivés par le package de rémunération, qu'ils négocient toujours. N'ayant pas de légitimité historique que ce soit auprès de l'entreprise ou des actionnaires, ils sont plus menacés de licenciement en cas de mauvais résultats. Ils sont donc l'archétype du dirigeant aux intérêts alignés sur ceux du fond grâce à la rémunération, et des agents efficaces.

Annexe 4 : Eléments de régression

Les tableaux suivants se rapportent aux régressions commentées lors de la seconde partie de ce mémoire. Il sont présentés de la manière suivante :

Régression concernée		
2003		2004
Coef. de pente	Ordonnée à l'origine	Cf. 2003
Erreur standard de la pente	Erreur standard de l'ordonnée à l'origine	
Coef. De corrélation	Erreur type de Y estimée	
Statistique F	Degrés de liberté	
Somme des carrés des écarts expliquée	Somme des carrés des écarts résiduelle	

Rému=f(capi)			
2003		2004	
0,0291783	2509,70143	0,01185193	3529,28707
0,01152262	456,20391	0,01495218	592,305905
0,16269907	1806,86194	0,01715349	2464,52088
6,41235335	33	0,62830338	36
20934731,1	107736753	3816228,75	218659075

Rému= f(perf)			
2003		2004	
909,29251	3208,96404	-1997,55637	3667,83697
2127,19682	506,223047	2153,58699	422,601613
0,00567766	1999,53767	0,0261819	1946,1947
0,18272244	32	0,86034621	32
730551,873	127940829	3258710,81	121205562

Fixe= f(perf)			
2003		2004	
-556,179742	1038,49561	-1333,57957	1127,09406
437,766806	112,048343	510,995293	102,470353
0,04663274	451,581852	0,15909253	543,617866
1,61415292	33	6,81089319	36
329168,021	6729563,57	2012757,77	10638733,8

Var= f(perf)			
2003		2004	
-680,1715	1138,99451	797,1891	1073,00066
859,975424	220,114499	789,596777	158,338563
0,01860353	887,11453	0,0275349	840,005615
0,62555396	33	1,01932334	36
492293,571	25970082,2	719244,166	25401939,6

Stock Options= f(perf)			
2003		2004	
439,891333	1617,01119	-266,461084	2207,73965
1077,35685	385,028095	2127,56064	445,611084
0,00662438	1558,74411	0,00055989	1964,2583
0,16671384	25	0,01568569	28
405061,819	60742080,4	60520,2731	108032699

Rému=f(actionnaire important)			
2003		2004	
345,1023536	3259,38793	-267,3305804	3967,14993
716,4648862	401,658749	848,8723139	496,503423
0,006981511	1967,71797	0,002747358	2482,51712
0,232009635	33	0,09917736	36
898321,3568	127773162	611219,2828	221864084