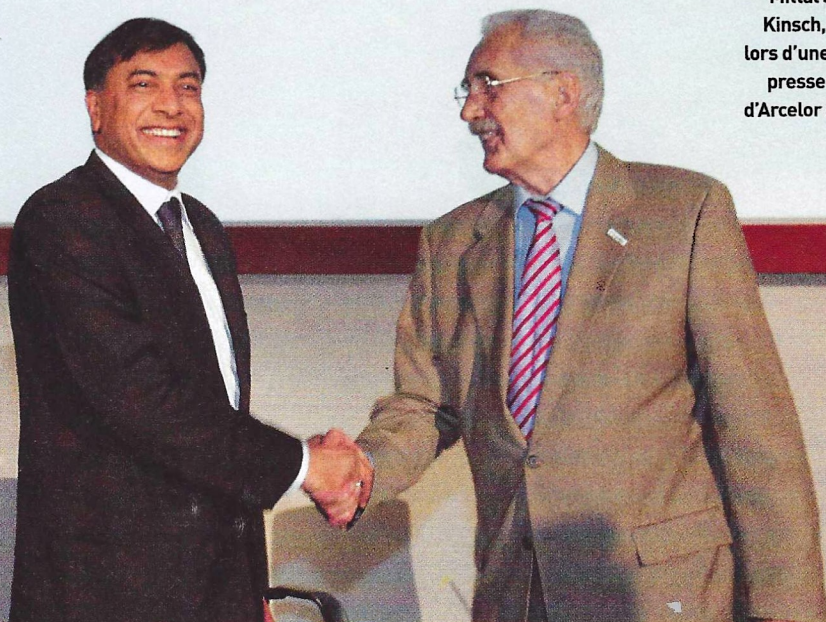


TR 64

arcelor MITTAL



26 Juin 2006.
Lakshmi Mittal, dirigeant de
Mittal Steel et Joseph
Kinsch, PDG d'Arcelor,
lors d'une conférence de
presse au siège social
d'Arcelor à Luxembourg.

L'émergence du capitalisme actionnarial

Depuis les années 1980, des investisseurs financiers ont pris une part croissante dans le capital des plus grandes entreprises mondiales. Cette évolution explique en partie les dérives du capitalisme contemporain.

AU COURS DES TROIS DERNIÈRES DÉCENNIÉS, le capitalisme occidental a connu des transformations profondes, liées notamment à l'influence croissante de la finance de marché. Entre 1990 et 2000, le poids de la sphère boursière relativement à la sphère réelle (le PIB) fait plus que doubler aux États-Unis, quadrupler en France. La propriété des grandes entreprises cotées en Bourse se modifie, des deux côtés de l'Atlantique, avec la montée en puissance d'investisseurs financiers, les « investisseurs institutionnels », au détriment des ménages, des entreprises non financières ou de l'État. Les rapports de pouvoir dans l'entreprise sont bousculés, en faveur d'actionnaires essentiellement intéressés par la valeur boursière des sociétés dans lesquels ils investissent. Comprendre les répercussions de ce mouvement sur la gestion des

entreprises cotées est un enjeu majeur, dans la mesure où celles-ci, quoique peu nombreuses, soient les acteurs clés de nos économies : ainsi, sur les 30 plus gros employeurs du secteur privé en France, 20 sont cotés à la Bourse de Paris (Carrefour, Veolia, Saint-Gobain, Suez, Renault, BNP-Paribas, Total, etc.).

Ces fameux fonds spéculatifs

Qui sont donc ces investisseurs institutionnels ? Ils ont en commun de centraliser et de gérer l'épargne des ménages, en la plaçant sur les marchés d'actifs (financiers, immobiliers, etc.). Il s'agit aussi bien de fonds d'investissement type Sicav, très communs en France, que de compagnies d'assurance ou de fonds de pension gérant de l'épargne retraite. On peut également ajouter des acteurs particulièrement actifs depuis le début des années 2000, les fameux « *hedge funds* » (ou « fonds spéculatifs »), qui s'adressent à des ménages ou des investisseurs fortunés, et offrent des perspectives de rentabilité élevée *via* une gestion agressive, de court terme, de leur portefeuille. La montée en puissance des investisseurs institutionnels a été tirée par la croissance de longue période de la richesse des ménages, en Europe et plus encore aux États-Unis, où l'épargne retraite est gérée *via* des fonds de pension privés dans le cadre d'un système par capitalisation. Ces investisseurs institutionnels sont aujourd'hui les premiers détenteurs d'actions cotées aux États-Unis et en Grande-Bretagne, mais également en France, où la part détenue par les fonds étrangers (anglo-saxons notamment) est communément supérieure à 40 % pour les plus grosses entreprises. Les investissements réalisés par ces fonds visent généralement moins le contrôle direct des sociétés que la possibilité de plus-value à échéance plus ou moins lointaine. Individuellement, un fonds détiendra, sauf cas exceptionnel, une part très faible du capital d'une société donnée : ce sont donc des actionnaires « minoritaires ». Pour les entreprises cotées, cette modification de la structure de leur capital n'est cependant pas sans conséquence : une nouvelle forme d'évaluation des entreprises s'est progressivement imposée, centrée sur la valeur boursière. Les directions sont incitées à maximiser cette valeur, et sont jugées de manière croissante sur leur capacité à le faire relativement aux autres entreprises de leur secteur.

Didier Lebrun/Photo News/Gamma

ANTOINE REBÉRIOUX

Maître de conférence en économie à l'université Paris-X, il a notamment publié, avec Michel Aglietta, *Dérives du capitalisme financier*, Odile Jacob, 2004.

Les offres publiques d'achat hostiles, inexistantes en France jusqu'à la fin des années 1990, se banalisent, avec par exemple l'absorption de Péchiney par Alcan en 2003 ou de Arcelor par Mittal en 2006. Ces opérations permettent à un investisseur (société attaquante) de prendre le contrôle d'une entreprise (société cible) sans l'accord de sa direction, en s'adressant directement aux actionnaires de la cible sous la forme d'une offre. Elles font peser une menace sur la carrière de dirigeants dont l'entreprise aurait une valeur boursière trop dégradée (donc facilement « rachetable ») : la multiplication de ces opérations marque donc une influence accrue de la logique boursière dans la gestion des entreprises. Leur capacité à créer de la richesse sur le long terme est en revanche une question ouverte, alors même que ces opérations se traduisent

Entre 2004 et 2007,

Richard Fuld,

directeur général de

Lehman Brothers,

a perçu 300 millions de

dollars en vendant

ses stock-options.

souvent par des réorganisations, voire des suppressions d'emplois.

Dans le même temps, la rentabilité financière (qui mesure le profit relativement aux apports des actionnaires) prend une importance croissante, dans la mesure où elle reflète au niveau comptable ce que peut rapporter une entreprise du point de vue de ses actionnaires. Les profits reversés aux actionnaires, sous la forme de dividendes ou de rachats d'actions, s'accroissent, au détriment des fonds réinvestis. Les calculs effectués par Laurent Batsch (2007) sur les 30 groupes industriels du CAC40 montrent ainsi qu'entre 1999 et 2005, le dividende par action a, en moyenne, pratiquement doublé (1).

Au total, cette priorité accordée aux intérêts des porteurs de fonds propres marque une rupture certaine avec la période fordiste (les trente glorieuses), où l'on a souvent considéré l'actionnaire minoritaire comme la partie faible : les

directions privilégiaient la croissance du chiffre d'affaires (on peut être gros et peu rentable du point de vue l'actionnaire), le partage des gains de productivité avec les salariés et le réinvestissement des profits. On assiste donc à une recomposition profonde de la gestion des sociétés cotées. S'il est difficile de tirer un bilan définitif de ces transformations, on peut toutefois s'interroger sur certaines faiblesses de ce nouveau modèle de gestion.

Instabilité, irrationalité...

On peut en premier lieu s'interroger sur la capacité des marchés boursiers à produire une évaluation correcte des entreprises. La récurrence de bulles et de krachs boursiers depuis la fin des années 1990 pose évidemment question : on songe aussi bien à l'éclatement de la bulle Internet en 2000, qu'à la valorisation fantaisiste d'une société comme WorldCom (qui s'effondre en 2002) ou enfin au mégakrach de septembre 2008. Si certains économistes défendent la pertinence de l'évaluation boursière sur le moyen long terme, d'autres soulignent l'instabilité, voire l'irrationalité, de celle-ci (2).

La multiplication des dysfonctionnements touchant à la gestion de sociétés

cotées pose, en second lieu, la question de la capacité du capitalisme « actionnarial » à limiter les prises de risques et les dérives managériales. Qu'il s'agisse de la faillite de Enron en décembre 2001 ou de celle de Lehman Brothers en septembre 2008 – les « plus importantes de l'histoire américaine » au moment où elles se produisent – la poursuite effrénée de la maximisation de la valeur boursière a conduit au désastre. Ainsi, entre 2004 et 2007, les quatre dernières années d'existence de son entreprise, Richard Fuld, le directeur général de Lehman Brothers, a perçu 300 millions de dollars en vendant ses *stock options*. Bénéficiant d'une évaluation très favorable des investisseurs, il s'enrichit à mesure que se multiplient les opérations risquées, dans et hors bilan – jusqu'à l'effondrement final. De telles dérives incitent à réfléchir sur les dispositifs susceptibles d'encadrer le management, qui pourraient consister dans des formes de rémunération liées à des indicateurs de performance de long terme ou dans l'ouverture des conseils d'administration aux représentants des salariés. ■

NOTES

(1) L. Batsch, « Variations empiriques autour des groupes du CAC40, 2000-2005 », présentation au séminaire du CEPN (université Paris-Nord), 9 février 2007.

(2) A. Orléan, *Le Pouvoir de la finance*, Odile Jacob, 1999.

L'influence de la finance sur les rémunérations salariales

L'avènement du capitalisme actionnarial n'est pas sans incidence sur les pratiques salariales. Les *stock-options*, qui relient directement rémunération et cours boursiers, sont maintenant un dispositif très commun chez les cadres de haut rang. Pour la grande masse des salariés, le recours croissant aux primes, individuelles et collectives, est également à relier aux transformations de la sphère financière. De fait, ces primes ont pour principale caractéristique d'être réversibles, contrairement aux augmentations de salaire : leur usage permet donc aux sociétés cotées de flexibiliser leur masse salariale, évitant que les chocs sur la demande ne se répercutent trop directement sur le profit, la rentabilité financière et *in fine* la valeur boursière. Les études de cas menées sur de grandes sociétés cotées allemandes montrent un usage croissant de ces primes à mesure de l'entrée dans le

capital de fonds d'investissements (1). De même, les travaux statistiques menés sur les données françaises montrent qu'à secteur, taille, etc. donnés, les sociétés cotées ont davantage recours aux primes que les sociétés non cotées (2). L'appréciation de ce mouvement, du point de vue des salariés, doit être nuancée. Lorsqu'elle s'accompagne d'une hausse du niveau moyen des rémunérations, cette forme de flexibilité peut être avantageuse pour les travailleurs. Dans le cas contraire, cette évolution est plus dommageable. ■ A.R.

NOTES

(1) G. Jackson, M. Höpner et A. Kurldelbusch, « Corporate governance and employees in Germany: Changing linkages, complementarities, and tensions », in H. Gospel et A. Pendleton (dir.), *Corporate Governance and Labour Management: An international comparison*, Oxford University Press, 2005.

(2) C. Perraudin, H. Petit et A. Reberlioux, « The stock market and human resource management: Evidence from a survey of French establishments », *Louvain Economic Review*, vol. LXXIV, n° 4, 2008.