
Enron, la « communauté » et le capital financier

*Patrick ROTURIER *, Claude SERFATI ***

Introduction

Cet article a pour objectif la formulation d'un certain nombre d'hypothèses sur la place de la finance dans le capitalisme contemporain ¹. En novembre 2001, la faillite d'Enron (Sauviat, 2002), d'abord présentée comme un cas isolé et consécutive à des comportements illégaux et atypiques de ses dirigeants, a vite révélé grâce aux enquêtes menées par les parlementaires et à l'obstination des syndicats et des ONG, que c'est toute l'architecture réglementaire et l'ensemble de la communauté financière qui sont concernées. Sur un plan factuel, la faillite d'Enron a ouvert une longue série de scandales dont le dernier épisode n'a pas encore été diffusé. Des grands groupes industriels (WorldCom, Global Crossing), un des plus importants cabinets d'audit (Andersen) ont déposé leur bilan. En septembre 2002, on a appris que le premier groupe financier américain, Citigroup, issu d'une mégafusion en 1998 (montant : 140 milliards de dollars) unanimement saluée à l'époque, est aujourd'hui au centre des investigations liées à l'affaire Enron. Plusieurs types d'explications peuvent être avancées.

On peut voir dans l'ascension puis dans la chute d'Enron, une illustration supplémentaire de ces « manies » – irrationnelles par définition – telles que l'histoire du capitalisme en regorge (Kindleberger, 1978). L'effondre-

* Syndex.

** C3ED, université de Versailles-Saint-Quentin-en-Yvelines.

1. Une première version de ce texte a été présentée lors d'un séminaire organisé par l'IRES le 17 décembre 2002. Nous remercions les participants, et tout particulièrement J. Fayolle, M. Husson, S. Montagne, J.M. Pernot et C. Sauviat, pour leurs commentaires.

ment des valeurs cotées sur les bourses des Etats-Unis, au premier chef sur le NASDAQ et à Wall Street, témoignerait dans ce cas d'une correction d'autant plus sévère que l'exubérance fut irrationnelle. L'explication ne semble pas inexacte, mais très insuffisante.

Le scandale Enron démontre que la nouvelle économie et l'explosion de nouveaux instruments financiers ont poussé à son paroxysme le « capitalisme de copains à la manière américaine » a déclaré J. Stiglitz (2002a), qui fut président du Council of Economic Advisers du Président W.J. Clinton et vice-président de la Banque mondiale. La formule fait mouche puisque Stiglitz, qui a occupé de hautes responsabilités, la retourne contre leurs auteurs. La crise qui a frappé les pays asiatiques depuis 1997 a en effet été attribuée par le courant qui domine la théorie de l'économie et son enseignement, par l'administration américaine et par le FMI à l'existence de relations trop fortes et opaques entre les groupes financiers-industriels et l'Etat. Tel était le verdict porté par tous ceux qui participaient au « consensus de Washington ». La qualification de *crony capitalism* (« capitalisme de copains ») a été largement utilisée pour ces pays. A son tour, l'affaire Enron éclaire l'étroitesse des relations entre la communauté financière, les groupes du pétrole et de l'énergie et les décideurs politiques qui a donné naissance à ce qu'on pourrait appeler le « consensus de Houston ». La capitale du Texas a vu en effet la naissance de la compagnie Enron en 1985 puis a été le témoin de sa croissance météoritique. L'ascension d'Enron et la fortune de ses dirigeants ont reposé sur l'étroite connexion avec les décideurs politiques, et tout particulièrement avec le clan Bush. On y retrouve des hommes et des femmes qui ont successivement servi dans l'administration de G. Bush (1988-1992) puis dans celle de l'actuel président G. Bush. La caractéristique, fréquente aux Etats-Unis, mais particulièrement marquée pour ce clan, est que nombre de ses membres, y compris les deux présidents Bush, l'actuel vice-président R. Cheney ont également été aux affaires. Leur domaine de prédilection a été l'industrie pétrolière et énergétique ainsi que l'industrie d'armement, les imbrications étroites entre ces deux industries étant plus que jamais d'actualité. La découverte que des liens solides unissent les institutions étatiques et les entreprises, sont consubstantiels au capitalisme, et pas seulement à celui des autres, ne peut surprendre que ceux qui considèrent que les marchés sont guidés par une main invisible.

On ne peut toutefois pas réduire le mode d'existence du capitalisme américain – et probablement tel qu'il fonctionne également ailleurs – à ses aspects les plus spectaculaires que sont les collusions patentes, souvent doublées de prévarication entre les milieux politiques et les groupes financiers. Le consensus de Washington n'est pas un complot, mais « reflétait les intérêts et l'idéologie de la communauté financière occidentale » (Stiglitz, 2002b: 174). Dans cet article, nous considérons que l'interaction entre la

communauté financière et les groupes industriels, qui sont les centres principaux de création ou d'appropriation de la valeur, dessine un nouveau type de capital financier dont le capitalisme américain est la forme dominante.

La communauté financière

Les affaires qui secouent les Etats-Unis présentent cette singularité que la totalité des institutions qui composent la communauté financière est impliquée. Les banques d'investissement, les assurances, les gestionnaires des fonds de placement collectifs, les agences de notation, les analystes financiers, les cabinets d'audits et de contrôle des comptes (et par conséquent leurs organismes professionnels de régulation), les instances de régulation publiques de Wall Street (la SEC), pour ne parler que des institutions appartenant à l'industrie de la finance, sont concernés. Avant de préciser la notion de communauté financière en tant que catégorie analytique, on souligne les facteurs qui ont facilité son ascension au cours des deux dernières décennies du vingtième siècle.

Trois fondements de l'irrésistible ascension

Trois facteurs expliquent cette irrésistible ascension : les transformations des formes de la concurrence inter-entreprises, celles de leur mode de gestion (gouvernance), et au niveau macroéconomique les modifications introduites par la réglementation néolibérale.

La consolidation des structures oligopolistiques dans la plupart des industries a entraîné à partir des années soixante le développement des métiers de conseil en stratégie (les modèles d'Ansoff fondés sur les produits-marchés faisant figure de pionniers), en organisation et dans gestion des relations humaines. Au niveau des grandes entreprises (qui sont en réalité des groupes), l'ampleur des données à collecter, la complexité de leurs systèmes d'informations et des structures organisationnelles ont conduit à une division du travail plus poussée, et incité les dirigeants à faire réaliser en externe (par des cabinets spécialisés) un certain nombre d'activités. Dans le cadre d'une interprétation managériale de la domination de la « grande entreprise » telle qu'elle est nommée par Chandler, on pourrait dire que le recours aux compétences des cabinets résultait du même processus qui avait vu la marginalisation des actionnaires. Les métiers de conseil forment une fraction de la technostructure, dont elle renforce le pouvoir. La technostructure est « cet appareil de prise de décision de groupe – destiné à mettre en commun et à évaluer les informations fournies par de nombreux individus, en vue de parvenir à des décisions qui débordent le cadre des connaissances individuelles de chacun » (Galbraith, 1989: 119).

Cette explication par l'approfondissement de la division technique du travail n'est pas fautive, mais elle doit être complétée par la prise en compte du changement introduit dans la concurrence par l'émergence du capitalisme d'oligopoles structuré par les grandes entreprises. Dans ce contexte oligopolistique, deux autres fonctions, qui sont d'ailleurs complémentaires, sont alors assignées aux cabinets. La première consiste à fournir aux groupes industriels la sorte de liant qui est nécessaire à ce mode d'organisation du capitalisme fondé sur ce que J. Schumpeter appelait la *corespective competition* et R. Caves, un des théoriciens de l'oligopole « la reconnaissance mutuelle ».

Seul un acteur extérieur peut servir d'arbitre, aller en toute liberté scruter les comptes dans les moindres détails, pénétrer aux plus profonds secrets, afin de produire une batterie d'indicateurs quantitatifs et de ratios qui servent d'étalon (*benchmark*) à des groupes dont la concurrence, bien que fondée sur la différenciation beaucoup plus que sur les prix, doit néanmoins conduire à des performances qui ne s'éloignent pas excessivement des conditions moyennes de l'industrie. La deuxième fonction des cabinets était, selon certaines analyses, de conforter le pouvoir des dirigeants qui contrôlaient les grandes entreprises et de leur donner une légitimité auprès des actionnaires. Les modèles de portefeuille élaborés par les cabinets conseil dominants (McKinsey, BCG, ADL) multipliaient les métaphores belliqueuses et assimilaient la compétition à la guerre, ce qui faisait des dirigeants les chevaliers des temps modernes. En réalité, loin de chercher la guerre, l'équipe des chercheurs d'HEC soulignait que « autant que la nature a horreur du vide, l'entreprise a horreur de la concurrence » et voyait plutôt dans les analyses des conseils, un discours de légitimation des dirigeants (Strategor, 1993).

Le deuxième facteur de renforcement de la communauté financière tient aux mutations du gouvernement d'entreprise au cours des années quatre-vingt. L'actionnariat collectif constitué par les investisseurs institutionnels a entraîné l'essor d'activités de conseil, d'audit et d'agences de notation. Ce modèle de gouvernement d'entreprise s'exerce en effet par un contrôle serré de l'activité des dirigeants par les actionnaires de l'entreprise.

Il est fondé sur la maximisation de la création de valeur pour l'actionnaire, un objectif qui a débridé l'imagination des cabinets de conseil (Lordon, 2000). Cette métrique est destinée aux actionnaires de l'entreprise, mais plus généralement aux marchés, juges souverains des performances. Ce modèle implique en effet que les droits de propriété puissent être vendus/acquis en fonction des performances des entreprises. Voter avec ses pieds (*exit*) est une opportunité offerte à chaque actionnaire mécontent, tenter une OPA est possible pour tout actionnaire organisé qui juge qu'une en-

treprise est sous-valorisée. Dans ce modèle, le contrôle externe (par les marchés des capitaux) est en principe total, et les indicateurs de performances (EVA, MVA, etc.) sont censés réaliser la transparence (voir plus loin sur la notion de transparence). En réalité, cette possibilité d'*exit* n'a pas renforcé de façon notable le contrôle exercé sur les groupes américains par les gestionnaires des fonds de pension et les salariés qu'ils représentent (O'Sullivan, 2000).

Dans cette élaboration, l'interaction entre les professionnels de la finance et la communauté académique des gestionnaires / financiers a été très importante. L'élaboration véritable de ces nouveaux indicateurs financiers « est venue de ces croisements hybrides qui sont consultants le matin et universitaires l'après-midi et qui publient dans des ouvrages et articles dans des revues destinées à des publics composés à la fois d'étudiants et de dirigeants d'entreprises » (Froud *et alii*, 2000: 87). Le cas du fonds mutuel LTCM, bardé de trois économistes qui avaient reçu le Prix Nobel pour leurs travaux de mathématiques financières l'année qui précéda sa quasi-faillite, est également connu et décrit en détail (Dunbar, 2000).

Les gestionnaires-financiers n'ont pas été les seuls universitaires concernés. Du côté des économistes proprement dit, la « théorie de l'agence » proposée par Jensen (seul ou avec Meckling) doit indiscutablement se voir accorder un brevet de paternité dans la réforme du gouvernement d'entreprise. Le conflit entre le principal (l'actionnaire) et l'agent (le dirigeant) qui découle de la position avantageuse que celui-ci possède en matière d'informations sur l'état de l'entreprise doit et peut être résolu par la création d'incitations financières (*stock-options* qui l'incitent à créer de la valeur pour l'actionnaire) et par les menaces (rachat par effet de levier LBO pour *Leverage Buy-outs*). Devant le désastre d'Enron, Jensen n'a pas eu d'autres enseignements à tirer que celui-ci : « les entreprises doivent oser dire franchement lorsqu'elles estiment que les actions sont surévaluées sur les places boursières ». Façon de reconnaître que les marchés ne sont plus les juges impartiaux grâce à la transparence produite par les réformes du gouvernement d'entreprise, mais qu'ils doivent être guidés par la main correctrice des managers qui doivent tancer les marchés en tant que de besoin.

Le troisième facteur favorable à l'essor de la communauté financière se situe au niveau macroéconomique. Il est venu des politiques de réglementation néolibérale. Depuis trois décennies, la multiplication des lois et règlements destinés à affaiblir le régime de retraite par répartition (plans de pension à prestations définies) et à amplifier le recours à des régimes de capitalisation (systèmes d'épargne salariale) ont été propices à l'éclosion d'une industrie financière de la retraite dont la chaîne d'intervenants s'est allongée (Montagne, 2001). Les mesures législatives et administratives

adoptées ont également transformé les métiers de la finance et redessiné leurs frontières. Par exemple, le vote de la loi Gramm-Leach Bliley a définitivement mis fin à la loi Glass-Steagall votée en 1933, qui séparait les activités commerciales et d'investissement des banques afin d'éviter le conflit d'intérêt, les manipulations du marché, les pratiques abusives auxquels on avait attribué une part de responsabilité dans la spéculation des années vingt et la crise de 1929 (Guttman, 1996). Dès 1972, les banques pouvaient créer leur fonds de placement collectif (*mutual funds*). L'absence de séparation des activités d'audit et de conseil a été encouragée par les autorités publiques, elle a augmenté le degré d'autocontrôle de la communauté financière. La nouvelle réglementation des industries de la finance fut l'œuvre d'institutions privées de régulation (FASB), d'institutions publiques (SEC) et du Congrès (représentants ou/et sénateurs).

Il convient bien d'appeler réglementation (néolibérale) l'ensemble des mesures qui ont été prises, même si elles ont remplacé et supprimé celles qui avaient été prises sous la présidence de Roosevelt. On touche ici à un point important. Les politiques néolibérales sont souvent analysées comme un retrait de l'Etat, une progression du marché et le terme déréglementation est utilisé pour exprimer ces processus. Ce genre d'analyse, qui tend à considérer que l'Etat et le marché sont antagoniques, nous paraît discutable. Eviter cette approche dichotomique exige de revenir à la place que l'Etat occupe dans la reproduction des rapports socio-économiques, place qui est singulière dans le mode de production capitaliste. Ce n'est en effet qu'avec le capitalisme, et au terme d'un (long) procès historique que le politique s'autonomise par rapport aux activités économiques, ou comme l'a dit K. Polanyi, que l'économique est désencastré des relations sociales extra économiques. Ceci est possible, parce que, à la différence de ce qui se passe dans les autres modes de production, les relations sociales se présentent comme des rapports entre individus libres et indépendants d'où la contrainte physique directe est exclue. L'organisation des marchés n'en exige pas moins un activisme réglementaire qui mobilise non seulement des ressources financières, mais aussi des forces sociales considérables. Ainsi, au cours des années quatre-vingt, il a fallu une mobilisation de la puissance politique au moins aussi importante pour imposer ce qui est couramment appelé la déréglementation que celle qui avait été nécessaire pour mettre en œuvre la réglementation des industries et des marchés à différentes étapes de l'histoire du capitalisme. La déréglementation des marchés de l'électricité dont Enron a bénéficié ou celle des marchés financiers, a été l'œuvre d'une coalition d'institutions étatiques et de groupes privés, dont l'interaction a sans doute été plus dense et plus puissante que l'alliance qui unissait, par le truchement des commandes publiques, l'Etat keynésien aux entreprises publiques ou privées qui en étaient bénéficiaires .

Ces trois facteurs se sont conjugués et ont permis, au cours des années quatre-vingt dix, une formidable ascension de la communauté financière.

Les marchés financiers, artefacts de la « communauté »

Le terme de communauté est d'usage fréquent dans d'autres sciences sociales (anthropologie, géographie, sociologie...). En économie, il est également couramment utilisé dans la littérature académique et la presse professionnelle bien que son statut théorique y soit beaucoup plus imprécis. Elle peut désigner ceux qui par les jugements qu'ils portent sur les actifs financiers, vont contribuer à en former le prix. C'est le sens donné par A. Orléan : « Le cours qui émerge de cette façon (par la confrontation entre les opinions personnelles des investisseurs sur le marché) a la nature d'un consensus qui cristallise l'accord de la communauté financière » (1999, 32). Ici, on a affaire à un ensemble professionnel qui définit ses propres règles mais surtout fonctionne sur la base d'un consensus dans l'univers relativement clos constitué par les marchés.

Nous utiliserons le terme de communauté financière dans un sens plus large et qui cherche d'emblée à analyser la communauté financière dans sa relation à l'ensemble de l'économie et des rapports sociaux. C'est pourquoi nous l'employons dans son sens lexical (« Communauté : groupe social dont les membres vivent ensemble, ou ont des biens, des intérêts communs », Dictionnaire Robert). Les affaires qui secouent les Etats-Unis révèlent non seulement la multiplicité des institutions qui la composent mais également à quel point elle fonctionne comme un groupe social au sein duquel la partition jouée par chacun des musiciens est partie prenante de l'orchestre. Leur montée en puissance au cours des deux dernières décennies s'est faite en tant que groupe social.

Comment situer ce groupe social par rapport aux catégories de la théorie économique, et en premier lieu par rapport aux marchés financiers ? En fait, la notion de communauté financière, telle que nous l'analysons, est aux antipodes de la représentation des marchés financiers développée par la théorie dominante. L'hypothèse défendue ici est que la communauté financière, considérée comme un bloc social, a construit, avec le plein soutien des politiques néolibérales, des institutions, qualifiées de marchés, mais aussi un système d'informations qui lui ont permis d'étendre sa puissance et d'accroître sa prospérité.

Les marchés financiers sont, bien entendu, apparus avant l'essor du capitalisme industriel. Mais il faut tirer toutes les conséquences de cette observation, systématiquement signalée par toute l'économie hétérodoxe, que les marchés sont des constructions sociales, et ceux qui ont trait à la circulation de l'argent et des actifs financiers le sont plus encore. Les marchés financiers construits dans les années quatre-vingt sont des édifices com-

plexes qui ont peu à voir avec ceux du passé. La circulation des actifs, stimulée par d'incessantes innovations financières et par les technologies de l'information, atteint un volume qui n'a rien de commun avec ceux des périodes antérieures. Les interdépendances totales qui existent désormais entre les marchés monétaires et les marchés des actifs financiers rendent illusoire la prétention des autorités monétaires à contrôler la création monétaire. Leur organisation interne obéit à des règles qui ont été radicalement modifiées par la réglementation néolibérale (la déréglementation) des années quatre-vingt. Ainsi, les marchés à terme sont une vieille invention, mais les marchés d'options standardisés apparus dans les années soixante-dix, sur lesquels les contrats, d'ailleurs largement négociés de gré à gré, atteignent des sommes gigantesques, ont bouleversé les pratiques financières. Les bourses des valeurs (actions et obligations) sont dominées par le niveau extraordinairement élevé des échanges sur le marché secondaire des titres. Enfin, et c'est pour nous le plus important, le rapport que ces marchés entretiennent avec la production (la sphère réelle) principalement par le truchement des groupes industriels, a peu à voir avec la représentation classique des relations entre finance et production.

Au total, les marchés financiers tels qu'ils se sont dessinés à partir des années quatre-vingt sont une construction adaptée aux besoins de l'ensemble des institutions qui composent la communauté financière.

Idéologie de la transparence et mimétisme auto référentiel

Les marchés financiers sont les institutions où la mise en œuvre de la théorie néoclassique et des politiques libérales a été la plus poussée. Pourtant, la transparence constamment invoquée révèle son caractère idéologique et ne parvient plus à masquer les conflits d'intérêts dont l'affaire Enron a révélé l'ampleur qu'ils ont pris au cours des années quatre-vingt-dix. Le mimétisme auto référentiel, les conventions sont plus que jamais le mode d'existence des marchés financiers contemporains. Il est important d'en rappeler les mécanismes car leur portée sur les groupes industriels est considérable – elle sera examinée dans la partie suivante.

L'idéologie de la transparence

Les théories dominantes (néoclassiques) estiment que les marchés sont efficaces dès lors qu'ils intègrent dans le prix toute l'information relative à un événement. Cette efficacité repose sur l'hypothèse que l'information est totalement transparente et librement disponible. Toutefois, les économistes ont découvert dans les dernières décennies qu'une des raisons du non-fonctionnement optimal des marchés est que l'information ne circule pas aussi

librement que le modèle de concurrence pure et parfaite en fait l'hypothèse. La nouvelle microéconomie est née de là. Elle se propose d'étudier le comportement d'individus rationnels, dans un monde où l'information n'est pas parfaite (Cahuc, 1993). La théorie de l'agence, à coups d'incitations (*stock-options*) et de *corporate control* (contrôle par les marchés du comportement des entreprises), cherche donc à réduire l'asymétrie d'informations qui existe entre les actionnaires et les dirigeants. La confiance dans l'efficacité des mesures et la pertinence de la théorie était telle que, au moment même où Enron ouvrait la série des scandales, des analyses fondées sur ces approches concluaient que la conjonction des technologies de l'information et des réformes du gouvernement d'entreprise permettaient que la « communication financière (soit) désormais plus transparente et mieux maîtrisée » (Mottis, Ponssard, 2002:126), grâce au « renforcement de la transparence entre l'entreprise et le marché financier (qui) constitue un trait caractéristique de l'impact des FIE (fonds d'investissement étrangers) » (*Id.*, p. 129).

L'utilisation abondante du terme de transparence pour qualifier les résultats des réformes des marchés financiers qui ont été entreprises dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix n'est pas fortuite. La transparence n'est en effet rien d'autre que le corollaire pratique de l'hypothèse des anticipations rationnelles, pivot indéfectible de la théorie néoclassique (Lordon, 2002).

« Transparence : Qualité de ce qui laisse paraître la réalité toute entière, de ce qui exprime la vérité sans l'altérer » (Dictionnaire Robert). La théorie révèle alors un double fantasme : d'abord, l'accumulation – et grâce aux technologies de l'information – la suraccumulation de données, produit l'information qui produit la vérité sans aucune altération ; ensuite les marchés sont des institutions adéquates pour révéler cette vérité. Sur le premier point, l'affirmation de transparence fait fi de cette idée intégrée depuis peu par les économistes (mais connue depuis longtemps des chercheurs d'autres sciences sociales et humaines) que les données sont très différentes de l'information qui est elle-même très éloignée de la connaissance (Hodgson, 1988). Sur le second point, on a vu que le mode opératoire des marchés financiers ne dépend pas de la masse d'informations disponibles, mais de conventions propres au monde de la finance. En fait, à l'opposé d'informations rendues librement et équitivement disponibles grâce aux technologies du même nom et à une communication financière loyale, la communauté financière s'est construite son appareil d'information et de communication en fonction d'objectifs, parfois distincts, mais qui avaient en commun de viser l'augmentation du volume d'affaires traitées, des marges perçues, en un mot de faire croître sa prospérité.

Le mimétisme autoréférentiel

Les scandales qui secouent les Etats-Unis démentent la représentation des marchés financiers faite par les théories économiques dominantes. Ceux-ci ne sont pas les juges neutres qui ont pour fonction de calculer et de rendre publiques des valeurs qui lui préexisteraient. Ils fonctionnent selon une logique propre qui est largement fondée sur l'anticipation auto réalisatrice (Orléan, 1999). Les facteurs qui aggravent la précarité des conventions sur lesquelles repose le fonctionnement des marchés financiers ont été analysés par Keynes dans la Théorie générale. La diversification et la sophistication des marchés financiers à partir des années quatre-vingt ont considérablement aggravé cette précarité. « Sur certains marchés financiers, en l'absence de fondamentaux observables, les prix ne dépendent que de ce que les gens pensent qu'ils doivent être et cette pensée n'est pas déterminée par une référence « réelle » extérieure à elle-même : elle est la réalité » (Giraud, 2001).

Les analystes financiers ont largement contribué à la formation de ces conventions, et par la réputation qu'ils s'auto-construisent, ont forgé dans une bonne mesure les opinions des marchés. On comprend aisément que la profession des analystes des valeurs boursières prospère plus lorsque les bourses s'envolent que lorsqu'elles s'effondrent. Est-ce pour cette raison que selon une étude faite par Thomson Financial/First Call sur une longue période, les conseils de vente de titres auprès de la clientèle n'ont représenté que 1 % des conseils des analystes ? On note même qu'à la fin de l'année 2000, donc quelques mois après le krach du NASDAQ, seulement 27 % des 8 000 recommandations d'analystes étaient des conseils de vente de valeurs cotées à Wall Street. Le cas d'Enron, dont plus de la moitié des analystes conseillaient encore l'achat de titres à peine une semaine avant son effondrement, n'était donc pas un cas d'espèce.

Ce mimétisme a été facilité par la consanguinité des liens qui unissent les institutions de la communauté financière. Les banques d'investissement et leurs analystes ont bénéficié du soutien des consultants en stratégie dont on a vu quelques raisons de la montée en puissance. Le plus prestigieux est sans nul doute le groupe McKinsey dont les modèles stratégiques figurent dans les manuels de base des grandes écoles de commerce et de management. McKinsey rêvait de faire d'Enron un exemple à suivre par les autres grands groupes. En 2001, quelques mois avant l'effondrement, les consultants écrivaient, pour convaincre les marchés financiers de l'avenir du groupe : « Enron a construit sa réputation d'entreprise la plus innovatrice du monde en attaquant et en atomisant les structures industrielles traditionnelles ».

Enfin, puisqu'on parle de transparence de l'information, il faut rappeler que la presse des milieux d'affaires a constitué un formidable vecteur de la

croissance dans l'efficacité des marchés financiers, ainsi que dans l'émergence d'une nouvelle économie, susceptibles de mettre fin aux crises du capitalisme (une autre version de la fin de l'histoire en quelque sorte). Le journal *Fortune Magazine* octroya à Enron pendant cinq années consécutives (1996-2000) le titre d'entreprise la plus innovatrice, la classa 25^e dans le classement des entreprises les plus admirées de tous les temps, et les autres organes de presse – financière ou généraliste – ne furent pas en reste.

La morale est peut-être celle que tire un universitaire américain : « Dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, nous avons construit une architecture qui insistait sur l'annonce de bonnes nouvelles par les PDG et directeurs financiers, au point que ceux-ci ne pouvaient pas être francs avec la communauté des investisseurs » .

Les contours du capital financier contemporain

Les marchés financiers et la communauté financière ne forment pas un ensemble clos. La prospérité de la communauté financière ne s'est pas construite sur des mécanismes auto-référentiels, mais sur sa relation au monde réel, celui où prennent place les processus de travail qui créent la valeur. La consolidation des groupes industriels comme pôles du capital financier est un processus qui a été en interaction avec l'importance croissante prise par la communauté financière à partir des années quatre-vingt. Un nouveau type de capital financier s'est mis en place.

L'articulation groupes/communauté financière...

La communauté financière, groupe social divers dans ses composantes institutionnelles n'aurait pas acquis une telle puissance au cours des années quatre-vingt dix sans les relations qu'elle a entretenues avec le monde de la production, au premier chef avec les entreprises non-financières. La prospérité des institutions (et des individus) qui composent la communauté financière et plus généralement celle du capital financier a deux sources. La première, issue d'un processus interne à la finance et à ses marchés, met en face-à-face deux contractants. Ce processus est celui qui est principalement, et même souvent exclusivement, décrit dans les manuels de finance. On y retrouve la définition fondatrice de la spéculation donnée par N. Kaldor dans laquelle l'opération financière – motivée par une espérance de gain – n'est pas liée à des besoins nés du monde de la production (Kaldor, 1939). La spéculation qui prend place est alors conçue comme un transfert de risque des agents qui y sont hostiles vers ceux qui apparaissent comme en étant preneurs (Bourguinat, 1992). Dans cette hypothèse, la spéculation peut être auto-équilibrante. Mais cette situation, dans laquelle certains agents gagnent ce que d'autres perdent, ne peut expliquer l'augmentation

considérable depuis plus d'une décennie des revenus financiers pour l'ensemble des détenteurs d'actifs financiers. Les fondements de la prospérité de la communauté financière ne sont donc pas internes au monde de la finance, mais se situent dans le monde de la production où la valeur est créée. Les réformes du gouvernement d'entreprise fondées sur la valeur pour l'actionnaire, les transformations profondes des marchés financiers – et même leur reconstruction sous l'impulsion de la communauté financière – ont eu pour objectif d'augmenter la fraction de la valeur créée dans la production et appropriée par les institutions et groupes sociaux détenteurs d'actifs financiers. Elles ont produit un nouveau type de relation de la communauté financière aux groupes industriels, qui, par leur position, sont les lieux majeurs d'appropriation de la valeur créée, que ce soit directement ou indirectement au travers d'un pouvoir de marché et d'une domination hors-marché de nature rentière qu'ils exercent sur les firmes de taille moyenne (Chesnais, 1997). On est en présence d'une nouvelle configuration du capital financier.

...nouvelle configuration du capital financier

La référence à la notion de capital financier oblige à revenir sur la définition donnée par Hilferding dans son ouvrage éponyme (1970). On sait que Hilferding, anticipant sur l'analyse d'un modèle « rhénan », a défini le capital financier, en tant que fusion quasi-organique des banques et des entreprises sous domination des premières. En fait, Hilferding prenait appui sur le développement à grande échelle de la séparation de la propriété du capital et de sa gestion. Sa théorisation, quoique contestable (en particulier sur la nature de la monnaie), s'appuyait néanmoins sur un processus qui dépassait largement les frontières de l'empire allemand et qui avait conduit à la création de la *corporation* aux Etats-Unis, entreprise (de grande dimension) au sein de laquelle la propriété, dispersée sous forme d'actions, est disjointe de la direction. Cette nouvelle forme de firme composée de propriétaires de capitaux différents des gestionnaires, constitue une innovation institutionnelle au niveau microéconomique. Elle a été accompagnée par le développement fulgurant d'un marché des titres (la bourse), innovation institutionnelle majeure de la fin du dix-neuvième siècle car elle a permis de développer la liquidité du capital. Ces deux innovations ont conduit à l'autonomisation des banques d'investissement par rapport aux banques commerciales. Elles ont permis leur forte croissance car ce sont ces banques qui disposaient des compétences et des infrastructures requises pour introduire le capital de nouvelles *corporations* en bourse et s'assurer au passage le profit du fondateur, assurer la négociation des titres émis, etc. en un mot agir en tant qu'interface entre la *corporation* et les marchés boursiers. Un observateur acéré du capitalisme financier des Etats-Unis estime que les

banques d'investissement sont ce que le « noyau fortuné des gens veulent vraiment dire lorsqu'ils parlent de Wall Street » (Henwood, 1997: 82).

On a parfois considéré que la catégorie du capital financier n'avait plus de validité compte tenu des transformations du capitalisme contemporain caractérisé par un gouvernement d'entreprise fondé sur la valeur pour l'actionnaire et la montée en puissance d'investisseurs financiers institutionnels. Il est vrai que les différences sont fortes entre ce modèle et le modèle « rhénan » dans lequel les banques sont les actionnaires principaux et contrôlent de façon relativement distante les dirigeants. De même, le modèle fondé sur la valeur pour l'actionnaire se distingue également de celui du capitalisme managérial, dans lequel les dirigeants détenaient le pouvoir effectif et marginalisaient les actionnaires.

Nous pensons toutefois que la catégorie du capital financier demeure pertinente pour analyser les transformations des groupes industriels et la relation entre ces transformations et la consolidation de la communauté financière, à condition de dépasser la définition proposée par Hilferding. Le capital financier peut être caractérisé, selon nous, de deux façons complémentaires. Il désigne d'abord un type de relation économique tout à fait spécifique, dans lequel l'argent fonctionne comme un capital qui produit un revenu sans la médiation de la production. Le créancier, le détenteur de droits de propriété considère que le versement de son revenu (intérêts, dividendes) lui est dû, quel que soit l'usage qui est fait de son argent. Les traits rentiers de ce type de valorisation du capital ont été soulignés par Marx et en d'autres termes par Keynes. Mais le capital financier désigne également des organisations (ou des institutions) dont le métier est la collecte, le placement des ressources financières ou encore le conseil et l'analyse de ces activités de collecte et de placement. Ces organisations sont celles que la comptabilité nationale classe comme institutions financières (S40) et entreprises d'assurance (S50). Les banques et les compagnies d'assurance ont longtemps exercé un rôle quasi-exclusif dans l'activité de collecte et de placement. Elles sont aujourd'hui, à des degrés plus ou moins forts selon les pays, fortement concurrencées par les fonds d'investissement financiers (fonds de pension, fonds mutuels, fonds spéculatifs). La montée en force de ces activités de collecte et de placement *via* les instruments de marché a suscité corollairement le développement des métiers de conseils et d'analyse. L'ensemble de ces organisations s'est constitué en tant que communauté financière au cours des deux dernières décennies.

La définition du capital financier que nous avons proposée nous a conduit à considérer les groupes industriels, comme des pôles également importants du capital financier dans la mesure où leur stratégie est de plus en plus fondée sur une logique financière de valorisation de leurs actifs (Serfati, 1996). Dans cet article, nous analysons comment la consolidation

des groupes industriels comme pôles du capital financier est un processus qui a été en interaction avec l'importance croissante prise par la communauté financière à partir des années quatre-vingt. Cette interaction entre les groupes et les marchés financiers est évidente lorsqu'on observe la place occupée par les investisseurs institutionnels au sein des conseils d'administration des grands groupes (Plihon, 2003). Mais l'interaction est beaucoup plus forte. En fait, le rôle que jouent les investisseurs institutionnels doit être mis en relation avec les exigences des marchés, en réalité celles de la communauté financière, qu'ils projettent et représentent au sein de ces groupes, ce qui n'exclut pas les rivalités internes. Les fonds d'investissement financier forment en quelque sorte une interface entre le monde de la production (les groupes) et celui de la communauté financière proprement dite. L'articulation des groupes et de la communauté financière dessine les contours d'un nouveau type de capital financier, différent de « l'interpénétration des banques et des entreprises » analysée par Hilferding. Les nouvelles formes d'évaluation financière des entreprises imposées par les marchés ont accéléré la transformation des groupes en pôles du capital financier.

Les transformations des groupes industriels

Au cours des années quatre-vingt-dix, le nouveau mode d'évaluation financière des groupes a facilité la diffusion d'un modèle stratégique (business model) dans lequel la réalité de la production, de l'innovation et de la valeur créée par le travail est passée au crible du jugement des marchés et du niveau d'appropriation de la valeur par les détenteurs d'actifs financiers.

L'évaluation financière des groupes

Dans les années 1990, le comportement auto-référentiel de la communauté financière a abouti à la formation d'une convention boursière ancrée sur la nécessité pour les entreprises d'obtenir un taux de rentabilité financière de 15 %, manifestant par ce moyen l'emprise de la communauté financière sur les activités de production. Ce niveau de rentabilité, qu'elle jugeait raisonnable était au contraire considéré comme incompatible avec un taux de croissance macroéconomique inférieur à 3 % par les économistes (Plihon, 2002).

Les anticipations auto réalisatrices et le mimétisme auto référentiel ne sont pas propres aux marchés, ils se sont diffusées vers l'évaluation financière des actifs et des activités des entreprises. La convention internet a parfaitement illustré la nature des comportements d'évaluation financière des entreprises. Les milieux financiers, si attentifs aux résultats financiers des

grandes entreprises conglomerales, se sont affranchis à cette occasion de leurs méthodes d'évaluation pour forger la croyance en une convention internet qui postule que le nombre de clics est un indicateur avancé de la profitabilité future (Boyer, 2002). Or, une bonne partie de ces sociétés n'avait aucun avenir, ne dégagait aucun bénéfice, et parfois n'avait même qu'une existence virtuelle. On vérifie, mais à grande échelle cette fois, puisque le NASDAQ en a été le foyer organisateur, les observations formulées par Galbraith : beaucoup de sociétés introduites à Wall Street dans les années d'euphorie précédant 1929 à propos des sociétés n'avaient pour tout capital que des perspectives (1961, p.70). Des sociétés (*start-ups*) ont été créées dans l'euphorie des années quatre-vingt-dix avec la mission essentielle de permettre à leurs propriétaires qui avaient investi dans les sociétés de capital-risque d'empocher des plus-values souvent considérables lors de leur mise sur le marché.

On pourrait penser que la convention internet et plus généralement l'évaluation des sociétés des TIC par les marchés financiers n'ont concerné qu'une fraction des entreprises du type *start-up*. Le NASDAQ, où sont cotées la plupart de ces sociétés ne possède certes pas une dimension qui lui permet de rivaliser avec les autres marchés financiers (NYSE, Chicago, marché des changes). Cependant, compte tenu de l'interconnexion des marchés réalisés par la globalisation financière, le NASDAQ a agi comme un stimulant et alimenté l'euphorie des années quatre-vingt-dix sur les autres places financières. Le NASDAQ, et en amont le marché du capital-risque, couplés avec la convention internet ont eu une influence sur l'ensemble du monde de la production. En diffusant un nouveau type d'évaluation de la valeur des firmes, ils ont imposé un nouveau modèle stratégique pour les groupes industriels (*business model*) (Feng *et alii*, 2001) dans lequel l'important n'est pas la réalité de la production, de l'innovation et de la valeur créée par le travail, mais le jugement des marchés. Or, évaluer la valeur d'une action d'une entreprise est très difficile, puisqu'elle repose sur des fondamentaux incertains : les bénéfices qui seront réalisés dans le futur par l'entreprise ne sont pas observables et l'information sur les bénéfices passés est une piètre information. Les opérateurs financiers sont conduits à adopter un comportement conventionnel qui consiste à se fier à l'opinion moyenne prévalant sur le marché. La stratégie des groupes, les critères d'évaluation des investissements, sont dès lors devenus plus subordonnés à ces conventions. La nature même des groupes s'est transformée.

Les groupes considérés comme des actifs liquides

Le nouveau mode d'évaluation financière des entreprises a été véhiculé au sein des groupes industriels par les fonds d'investissement financier.

Le développement de politiques patrimoniales est sûrement un des éléments centraux de cette inflexion dans les stratégies des groupes. Ces politiques ont transformé la propriété d'une entreprise qui au sens économique est un ensemble d'éléments qui permettent la mise en mouvement du travail et contribuent donc à la production de valeur, en un actif divisible et hautement liquide. Une action a toujours été un actif liquide, mais sa circulation sur le marché des titres secondaires n'altérait qu'exceptionnellement l'activité de l'entreprise. Aujourd'hui, les marchés financiers, en élevant à un niveau extrême le degré de liquidité des actifs financiers représentatifs des activités des groupes transforme les groupes eux-mêmes en actifs liquides de rendement qui sont soumis aux conventions boursières. Leur développement en tant que pôles du capital financier en raison de la logique de valorisation financière de leurs actifs est amplifié par le fait qu'ils sont eux-mêmes évalués sous l'angle de la liquidité.

On assiste ainsi à un hyper développement du marché des actifs, sur lequel les opérations de cessions, fusions, acquisitions se multiplient, alimentées par les contraintes que font peser les actionnaires sur les managers et stimulées par les autres composantes de la communauté financière (banques d'investissement, cabinets conseils, analystes financiers) qui en tirent des revenus substantiels. Tous ont justifié la nécessité des fusions-acquisitions, dont la croissance extraordinaire est un fait marquant de la décennie quatre-vingt-dix par la nécessité du recentrage sur les métiers offrant les plus grands avantages compétitifs, la construction de synergies, l'optimisation permanente des chaînes de valeur (externalisation, sous-traitance), la réduction des capitaux engagés (Roturier, 2003). On a critiqué les meccanos industriels imaginés par les élites françaises et construits dans le cadre des politiques industrielles des quatre décennies passées. Mais que dire des meccanos boursiers élaborés par la communauté financière et dont toutes les composantes ont tiré avantage ! La rationalité du marché était invoquée pour les justifier, y compris par un endettement massif destiné à assurer un effet de levier aux acquisitions de firmes. Le bilan de cette décennie de fusions-acquisitions détrompe cette prétendue efficacité industrielle, il met en revanche en évidence les gains considérables obtenus par les dirigeants et l'emprise croissante du capital financier. Les groupes ont souvent privilégié la croissance externe parce qu'elle était la seule à même d'offrir les plus-values compatibles avec les objectifs financiers affichés et respecter la convention 15 % exigée par les marchés.

La transformation des groupes en actifs de rendement dont il faut augmenter la liquidité est accélérée par ce que la littérature anglophone appelle de façon imagée la « créativité comptable » qu'il faut considérer comme une composante majeure quoique souvent négligée, des innovations financières. Les entreprises deviennent l'objet de cette comptabilité créative et

leurs objectifs de production et leur stratégies sont un peu plus contraints par les exigences de la communauté financière. Tenant compte des conventions adoptées par les marchés financiers, un débat se développe au sein de la communauté comptable et du monde des affaires sur l'introduction, dans certaines normes relatives aux instruments financiers, du principe de la *fair value* (traduite en « juste valeur » et qui se rapproche en fait de la valeur de marché). En d'autres termes il s'agit de savoir si certains actifs peuvent figurer au bilan pour une valeur variable établie en fonction de leur rendement futur estimé, ou s'ils doivent rester inscrits à leur coût historique et faire l'objet d'amortissement. Les partisans de la juste valeur mettent en avant trois avantages principaux : sa plus grande objectivité (reproche est fait au système traditionnel de reposer sur des évaluations subjectives, en matière de dépréciations), sa meilleure mesure des performances de l'entreprise (présentes et futures, permettant aux décideurs de mieux asseoir leur décisions), un meilleur contrôle des dirigeants (qui seraient jugés sur leur capacité à tirer des actifs un rendement supérieur aux attentes du marché).

On voit bien en quoi une telle évolution dans l'évaluation des entreprises est en phase avec le mouvement d'ensemble qui met l'actionnaire au centre de l'entreprise. Cependant la juste valeur comporte des inconvénients au moins aussi importants. Le plus symptomatique est que sa mise en œuvre déplacerait les conventions qui fondent le mouvement des valeurs boursières au cœur même de l'évaluation des groupes et subordonnerait un peu plus l'évaluation des actifs matériels et intangibles à l'exubérance irrationnelle des marchés. Elle consacrerait la domination absolue des actionnaires, alors qu'il existe une pluralité de parties prenantes de l'information comptable diffusée par les entreprises qui n'ont pas toutes la même vision, ni la même conception de la valeur. Et bien sûr, elle rendrait encore plus difficiles les dispositifs de contrôle des informations financières en raison notamment de l'extrême volatilité des cours.

Au nom de la transparence, dont on a vu ce qu'elle recouvre vraiment, les réformes du gouvernement d'entreprise ont imposé la généralisation des rapports trimestriels. Ces pratiques ont en réalité augmenté l'instabilité financière, la volatilité des cours en raison des désastres informationnels produits par les « avertissements » (*profit warning*). En conséquence les décisions stratégiques qui engagent les groupes sur le moyen et long terme sont souvent subordonnées à ce rythme trimestriel qui est celui requis pour imposer la liquidité des marchés.

La combinaison des logiques financières et industrielles

Les groupes industriels sont soumis à des modes d'évaluation financière (convention boursière, liquidité des actifs industriels notamment) qui exacerbent la tension entre les deux logiques qui traversent les groupes. D'un

côté, ils représentent un pôle décisif de création de richesses matérielles dont le développement nécessite une mobilisation de ressources. D'un autre côté, ils sont l'acteur principal à même d'alimenter le flux de revenus exigé par la communauté financière, ce qui se traduit par des politiques massives de report de risques. En effet, les nouvelles logiques financières mettent l'accent sur la maximisation du revenu actionnarial en diminuant en même temps les risques associés, refusant le lien traditionnellement établi entre risque et rentabilité. Ceci conduit les groupes non seulement à développer les politiques patrimoniales analysées précédemment, mais aussi à accroître la pression interne pour maximiser la rentabilité. Ainsi les informations requises par la communauté financière sont de plus en plus décentralisées (jusqu'aux *business units*) et les dirigeants opérationnels sont intégrés dans la chaîne d'information sous contrôle financier. La puissance des groupes, alimentée par le mouvement de globalisation, leur permet à leur tour de continuer à tisser la chaîne de transfert de risques. Plus on descend, plus les risques s'accroissent. Dans les visions les plus futuristes de certains gourous du management, on peut même trouver l'apologie des firmes globales qui ne devraient posséder ni actifs, ni employés, mais gérer les vrais atouts que sont les informations, les transactions financières et la logistique (Bricnet, Emeriau, Roturier, 2000). La mission qui est dévolue aux groupes est de plus en plus le pilotage des transferts de valeur vers la communauté financière.

Cette pression exercée par la communauté financière sur la gestion des risques et sur le partage de la valeur ajoutée n'est pas sans conséquence sur le management des groupes. Le *top management* doit faire face aux menaces d'OPA et prendre des décisions d'investissements en fonction des normes de rentabilité édictées par la communauté financière. Plus celles-ci sont élevées, plus les groupes sont amenés à restituer de liquidités aux actionnaires, sous la forme de cash flow disponible. Cette rétrocession de valeur aux actionnaires revient à mettre en place une intermédiation nouvelle dans l'allocation des ressources, celle du marché. Cette immixtion forte de la communauté financière dans le registre des décisions stratégiques des groupes pose la question du management en tant qu'acteur autonome, notamment dans sa capacité à maintenir une vision stratégique à long terme. Plus l'horizon stratégique se rétrécit, plus le marché peut en effet revendiquer sa légitimité à prendre des décisions stratégiques. L'accélération récente du nombre de licenciements de managers par les actionnaires (avec le versement de confortables indemnités) est un signe certain de dépendance.

Pour autant il serait erroné de conclure que les représentants des actionnaires dictent complètement leur loi aux groupes producteurs de biens et de services. D'une part, les industriels n'ont pas attendu les mutations financières qui ont été décrites pour se préoccuper des dimensions financières de

leurs stratégies. D'autre part, les dirigeants demeurent le vecteur essentiel de la fourniture d'informations sur l'état de leur groupe. Les directions des groupes ont d'ailleurs intériorisé ces objectifs fixés par les actionnaires institutionnels et plus largement la communauté financière. Un processus de sélection s'opère en faveur de la fraction stratégique du management qui est naturellement amenée à cultiver la relation aux actionnaires et donc à adopter une vision patrimoniale du groupe (un ensemble d'actifs à gérer) et au détriment de la fraction opérationnelle qui reste, quant à elle, orientée vers des stratégies de type industriel (Roturier, 2003). Plus qu'une opposition binaire entre finance et industrie, nous assistons donc plutôt aujourd'hui à de nouvelles modalités d'intégration des deux dimensions dans les stratégies des groupes. Un nouveau couple stratégique se forme entre actionnaires et management dont la caractéristique est une forte concentration du pouvoir, des deux côtés. Cela peut se traduire notamment par des processus de décision stratégiques de plus en plus limités à un cercle restreint et portant sur une gestion patrimoniale au détriment d'une réflexion partagée, plus traditionnelle, sur les questions de métier (couples produit/marché, ...). Le développement des *stock-options* facilite le fonctionnement de ce couple, puisqu'une fraction dirigeante du management est ainsi intégrée plus directement aux classes dirigeantes (Serfati, 2001).

Le salariat cible du capital financier

Ces nouveaux modes d'intégration des logiques financières et industrielles produisent une forte déstabilisation du monde salarial. Pour nous, les investisseurs institutionnels ne sont pas seulement d'implacables comparateurs des taux de rendements (Giraud, 2001). Ils ont organisé, adossés à l'ensemble de la communauté financière, une offensive contre le salariat fondée sur le respect des mêmes normes financières de rentabilité et contribué ainsi aux fortes ruptures dans les identités collectives pendant longtemps fondées sur la permanence et la stabilité. Les nouveaux modes d'organisation, les nouvelles conceptions du temps de travail, la présence sur les lieux de travail de personnels à contrats et statuts différents cumulent leur effet de ce point de vue. Par ailleurs les salariés des groupes sont eux-mêmes de plus en plus intégrés aux logiques financières : fixation de nouvelles normes de performance (organisation en centres de profit, normes de qualité, NTIC, relations client, ...) ; intégration dans la rémunération globale d'éléments variables en relation avec les risques de l'entreprise ; politiques de communication interne de plus en plus calquée sur le communication à la communauté financière. De façon plus générale les salariés apparaissent comme les porteurs des risques principaux, à travers les politiques de réduction de coûts, les licenciements économiques, la précarité

sation des contrats de travail, les politiques d'externalisation et de sous-traitance.

Cette déstabilisation du salariat a été encouragée et facilitée par les politiques gouvernementales de précarité et de flexibilité. Alors que le rapport salarial fordiste impliquait une certaine homogénéité des relations de travail, la réglementation néolibérale fait éclater le contrat de travail favorise les pratiques d'individualisation des rémunérations, de financiarisation de la relation salariale (plans d'épargne d'entreprise, *stock-options*, ...) et de lutte contre l'implantation syndicale. Ces politiques gouvernementales, ensemble avec les changements dans le gouvernement d'entreprise ont contribué à détériorer les conditions de travail de tous les salariés (allongement de la durée annuelle du travail, accroissement de la proportion de ceux qui se retrouvent involontairement dans un emploi non-standard, diminution de la proportion de salariés du secteur privé qui sont bénéficiaires de pensions de retraite gérés par les régimes professionnels, d'une couverture maladie payée par l'employeur). Certains estiment même que dans ce contexte défavorable aux salariés, un surplus de main-d'œuvre, non comptabilisé dans les statistiques officielles de chômage (salariés découragés, population carcérale en forte hausse, etc.) s'est formé au cours de la période de croissance. Ce surplus, inutile pour les employeurs n'a même plus l'espoir de constituer une armée de réserve employable en tant que de besoin. Son utilité est plutôt de « discipliner la classe ouvrière qui peut dès lors craindre de n'être qu'à quelques encablures de la situation des plus bas parmi ceux d'en bas » (Wray, 2001: 529).

Chaîne d'information et opacité croissante

La mise en évidence de la véritable nature des marchés financiers comme création de la communauté financière nous a permis de démystifier les valeurs centrales qui fondent sa légitimité, notamment la nécessité de la transparence, et de réintroduire le capital financier comme concept structurant des réalités contemporaines. Un de ses effets est la déstabilisation de la chaîne d'information financière à laquelle on assiste aujourd'hui.

C'est en effet l'ensemble de la chaîne d'information financière qui est aujourd'hui au cœur des turbulences à travers la succession de faillites intervenues récemment aux Etats-Unis. On rappellera ici que l'édifice comptable sur lequel s'appuie principalement le circuit d'information financière est intrinsèquement d'appréhension difficile et de construction fragile. Ainsi la comptabilité possède, au delà de sa fonction d'aide à la gestion perçue par tout le monde, trois fonctions sociales centrales : donner une légitimité à ceux qui la produisent, apporter la confiance aux acteurs de la vie économique, et servir de médiation dans les rapports sociaux (en tant que moyen de communication, langage commun accepté par tous) (Capron, 1993). Le problème,

c'est que la comptabilité présente un langage unique et commun pour répondre à une grande diversité des attentes qui sont souvent contradictoires. Par ailleurs la comptabilité ne fournit qu'une représentation de la réalité, même si les chiffres sont des vecteurs mythiques de la modernité dans nos sociétés. En ce sens elle ne peut délivrer de vérité, de message objectif. Les conditions de bon fonctionnement de la chaîne d'information financière sont donc difficiles à réunir et reposent en fait sur la force du système de légitimité sur lequel elle s'appuie. Elle doit tenir compte de la multiplicité des acteurs intervenant aux différents stades, avec des besoins /intérêts différents, voire concurrents (les intérêts des actionnaires ne sont pas les mêmes que ceux des instances de régulation ou encore du management). Elle doit ménager une forte extériorité dans le fonctionnement des différents maillons de la chaîne, dans les relations entre acteurs. Elle doit enfin assurer une cohérence/stabilité des règles et fondements qui régissent l'information financière (*cf.* tableau).

Confusion des rôles et conflits d'intérêt

Le contexte financier (concentration des acteurs de la chaîne d'information financière, pression accrue sur les performances, volatilité des évaluations financières, créativité infinie en matière d'instruments financiers) contribue à réduire les frontières entre les différents maillons de la chaîne. Tous les acteurs de la communauté financière, telle qu'elle a été définie plus haut, ont donc tendance à agir de concert pour créer les rendements financiers les plus élevés possibles, dans une consanguinité et un mimétisme de plus en plus forts. L'endettement croît, ce qui pose alors la question de la notation financière. Pour ne pas dégrader celle-ci, on utilise les techniques d'ingénierie financière permettant de dissimuler l'endettement (*cf. infra*). On sait que la faillite d'Enron a mis en cause des manipulations comptables dans lesquelles la plupart des acteurs ont été impliqués : le management du groupe, le conseil d'administration, l'auditeur du groupe (Andersen), les banques d'affaires, les analystes financiers, les instances de régulation et les pouvoirs publics. Au delà de cet exemple emblématique, on assiste à une véritable crise systémique des dispositifs de supervision des entreprises. Une de ses principales manifestations est le développement des conflits d'intérêt entre audits et conseil . En effet, les auditeurs n'échappent pas aux contraintes commerciales. Ils sont rémunérés par les entreprises qu'ils auditent et le souci de développer leur activité les pousse à étendre leur champ d'intervention en proposant une gamme diversifiée de services (selon une analyse du *Wall Street Journal* auprès de 30 sociétés de l'indice Dow Jones, 73 % des honoraires perçus en 2001 sont la contrepartie de services autres que l'audit) (Jacquillat, 2002). La tentation du multiservice est donc grande. Le conflit d'intérêt entre activité de conseil (dans les montages fi-

nanciers) et de certification des comptes devient dans ces conditions encore plus dangereux en raison des pressions exercées.

Tentation des zones d'ombre et habillages financiers

La multiplication des instruments financiers mis à disposition des acteurs de la chaîne d'information financière participe, avec le brouillage des fonctions, au développement des pratiques d'habillage comptable des groupes qui portent à la fois sur leur situation financière et sur leurs résultats. Le management des groupes, en particulier, est face à la conjonction d'une pression financière croissante, mais peut également mettre à son profit de nouveaux espaces de liberté. D'un côté les normes de résultat sont de plus en plus exigeantes. Cela se traduit par la nécessité d'une intense communication financière (y compris sur les anticipations de performances) qui accapare une part croissante du temps des managers (multiplication des *roads shows*). Les managers des groupes essaient ainsi d'influencer la formation des opinions de la communauté financière, tout en évitant les pièges des promesses non tenues (les effets de réputation et les sanctions étant de plus en plus rapides et forts). D'un autre côté, les responsables disposent de zones de liberté non négligeables pour donner la meilleure image de leur groupe. Les distorsions entre valeur comptable et valeur de marché sont accentuées avec les développements des actifs immatériels et le développement de nouveaux instruments (produits dérivés). Sur ce plan, les pratiques comptables américaines sont à l'avant-garde (voir encadré) et on peut craindre qu'elles s'imposent en Europe.

La situation financière des entreprises devient également de plus en plus opaque. Pour répondre aux vœux de la communauté financière, l'ingénierie financière de gestion de bilan qui s'est développée ces dernières années, adopte pour l'essentiel un objectif de réduction de l'endettement apparent et de camouflage des risques dans le bilan. Elle permet de dissimuler des pertes et d'échapper à l'impôt. Elle se traduit par la croissance du hors bilan. Parmi les opérations en cause dans les scandales d'outre-Atlantique, on soulignera les montages de déconsolidation par utilisation de SPE (*Special Purposes Entities*), entités constituées de façon *ad hoc*. Dans les années récentes, la création de SPE a de plus en plus souvent été utilisée aux Etats-Unis à des fins d'amélioration cosmétique de bilan. Enron a créé plus de 3 000 montages de ce type, mais n'était pas la seule à utiliser cette possibilité. General Electric a récemment indiqué qu'elle avait extériorisé 136 milliards d'actifs de son bilan dans des entités similaires. Ces SPE ont été à l'origine, pour partie, de la faillite d'Enron.

Le concept est assez simple à concevoir, mais peut susciter une ingénierie financière très complexe. L'entreprise qui y recourt cherche à alléger

son bilan d'un ou plusieurs actifs. Une entité distincte est alors créée pour réaliser des opérations bien définies pour le compte de l'entreprise qui lui cède ses actifs, et qui joue en quelque sorte un rôle de sponsor de la SPE. Un exemple typique consiste à créer une SPE pour qu'elle acquière et finance, le plus souvent par emprunt bancaire, un actif industriel que l'entreprise cédante va continuer à exploiter. Cette dernière peut, dès lors, par exemple déconsolider une usine (figurent dans son hors bilan les loyers à payer sur une certaine période). Par le biais de partenariats et de SPE, les sociétés peuvent aussi déconsolider les jeunes pousses essuyant des pertes si des actionnaires externes possèdent au moins 3 % du capital de celles-ci et qu'un tiers indépendant en exerce le contrôle.

Il existe évidemment des spécificités sectorielles mises à profit. Ainsi l'industrie pharmaceutique peut utiliser des filiales *ad hoc* pour gérer le développement d'un médicament pendant les années où son exploitation engendre des pertes. Cela permet de comptabiliser l'investissement dans ce médicament non plus comme une charge mais comme un actif. Les recettes ultérieures sont alors traitées comme des paiements de licence de la filiale à l'entreprise pharmaceutique.

Au total les montages évoqués visent plusieurs types d'objectifs : optimisation comptable et fiscale, réduction des coûts de financement, obtention de financements qui seraient interdits par une situation financière dégradée. Cela pose problème quant à la valorisation des entreprises qui y recourent dans la mesure où ces opérations reviennent à gonfler les risques hors bilan. Or si en théorie l'information sur ces opérations existe, il n'en reste pas moins que le bilan tend à ne fournir qu'une information de plus en

La chaîne d'information financière : les conditions d'un fonctionnement normal			
Maillon	Acteur(s)	Les enjeux d'acteur	Les enjeux pour la chaîne
Production	Management	Obtention de ressources financières ; valorisation de l'image financière	Qualité de l'information : pertinence, exactitude, intelligibilité, comparabilité
Contrôle	Conseils d'administration	Rémunération des actionnaires	Indépendance des acteurs
	Auditeurs	Indicateurs financiers	
	Fisc	Détermination impôt	
Evaluation	Analystes financiers ; agences de notation ; banques d'affaires	Eclairer les décisions des actionnaires ; éclairer les risques de financement ; conseiller les entreprises	Déontologie « muraille de Chine » : cloisonnement strict entre fonctions de nature différente ; indépendance
Régulation	Bourses	Régulation financière	Clarté des règles du jeu ; moyens adaptés

plus dégradée sur la valeur de l'entreprise, notamment sur les engagements hors bilan. C'est par exemple le cas lorsque l'entreprise s'est engagée sur un prix de rachat de ses actions auprès de leurs détenteurs, options souscrites fréquemment à l'occasion d'OPE (pactes d'actionnaires). C'est aussi le cas quand l'entreprise s'est endettée en émettant des obligations convertibles en actions (les créanciers ne faisant pas jouer la clause de conversion en cas de perte de confiance sur l'action de la société débitrice, cette dernière doit rembourser en cash), ou quand elle s'est endettée par l'intermédiaire de filiales non consolidées avec des garanties de paiement.

Le bilan n'est pas le seul à faire l'objet d'un toilettage. Des techniques complexes se sont développées afin de permettre l'optimisation des résultats. Celle-ci peut se faire par dopages des chiffres d'affaire, notamment par utilisation des insuffisances réglementaires concernant l'inscription comptable des produits anticipés de contrats à long terme. Après la faillite d'Enron, la SEC a resserré le dispositif, mais les mailles du filet restent encore lâches. Des minorations de charges peuvent également être utilisées. Profitant d'une certaine latitude laissée par les méthodes comptables, des entreprises peuvent optimiser la valorisation de certains investissements immatériels. Ainsi des dépenses de marketing ou des frais de recherche se retrouvent inscrits au bilan au lieu d'être enregistrés comme des charges, ce qui augmente automatiquement le résultat. La non-comptabilisation des stock options dans les comptes (en charges de personnel) contribue également à la distorsion des bénéfices. La prise en compte est néanmoins effectuée pour les déclarations fiscales pour bénéficier d'allègements d'impôts. Les bénéfices des entreprises de l'indice S&P des 500 valeurs auraient été réduits de 24 % en 2001 et 17 % en 2002 si les *stocks options* avaient été comptabilisées.

Conclusion

Dans cet article, nous avons analysé les modalités d'apparition d'un nouveau type de capital financier au cours des années quatre-vingt-dix, qu'il serait erroné de cantonner à la sphère de la finance, considérée comme un grand casino. Nous considérons en effet que les groupes industriels et la communauté financière (à laquelle une fraction des dirigeants de groupes est étroitement liée) s'affirment comme des pôles majeurs et fortement entrelacés du capital financier contemporain. Le capital financier exerce ainsi une emprise considérable sur l'économie et les rapports sociaux. Le « pouvoir oppressif du rentier » (Keynes) n'aura sans doute jamais été aussi fort dans l'histoire du capitalisme moderne, il dépasse par son ampleur celui qui a été analysé au début du vingtième siècle par les théoriciens du capital financier. Car la globalisation financière est pour une large part le moyen utilisé par le capital financier pour déployer sa logique d'appropriation de la valeur à l'échelle planétaire. Elle a permis un transfert considérable de valeur entre les pays et

classes sociales. La dette perpétuelle que doivent payer les populations des pays du sud, dont on peut mesurer le coût social en Argentine, n'est rien d'autre qu'une rente versée aux porteurs de capital financier. Dans les pays du nord, un déplacement considérable du partage de la valeur créée s'est également réalisé au profit des rentiers, grâce d'une part aux intérêts de la dette publique payés par les impôts (principalement acquittés par les salariés) et d'autre part aux dividendes versés aux actionnaires.

Le capital financier n'aurait pas conquis une telle puissance sans le soutien des mesures de réglementation néolibérale qui ont été prises dans le cadre des politiques macroéconomiques menées par les gouvernements et orchestrés par les institutions financières internationales (FMI, Banque mondiale...). Les Etats-Unis ont occupé une place centrale dans ces processus, et ont drainé des flux de capitaux (investissements et prêts) en provenance du reste du monde qui ont alimenté la croissance économique et qui financent l'énorme dette extérieure. Il est peu probable que les scandales financiers qui

Encadré

Singularités de la comptabilité américaine

Les espaces ouverts par des normes comptables américaines permissives ont joué un rôle important dans plusieurs domaines mal encadrés : normes de consolidation, transparence des recettes, modalités d'évaluation des contrats à long terme, règles de communication sur le hors bilan. La conception de la comptabilité américaine présente en effet des caractéristiques qui la distinguent fortement des modèles européens : elle est centrée sur l'actionnaire ; elle est un instrument d'aide à la décision (instrument de reddition des comptes en Europe) ; elle entretient des relations différentes à l'économie et au droit (pragmatisme anglo-saxon et juridisme des européens continentaux)¹. La nature des normes comptables américaines qui vient d'être évoquée ne peut, dans le contexte actuel, qu'aviver les conflits d'intérêt dans l'élaboration des règles de marché entre sécurité du marché, intérêts de développement du marché, intérêts des opérateurs du marché.

1. Pour illustrer ces traits, rappelons que c'est la crise de 1929 qui a été à l'origine de la création de la SEC (organisation publique) et que le FASB (Financial Accounting Standards Board) (organisation professionnelle) a été créé en 1973.

se succèdent depuis plus d'un an aboutissent à une remise en cause radicale des exigences du capital financier, ce qui n'empêche pas l'adoption de mesures destinées à assainir la situation (loi Sarbanes-Oxley, entrée en application aux Etats-Unis le 30 juillet 2002). On note plutôt une extension aux autres pays, à commencer par ceux de l'Union européenne, des normes financières et comptables élaborées aux Etats-Unis pour répondre aux besoins des « marchés » et des investisseurs institutionnels. La domination du capital financier a une responsabilité importante dans la croissance des inéga-

lités sociales et la crise économique qui a tour à tour ou ensemble frappé une bonne partie de la planète depuis 1997 (crise asiatique). On peut craindre que les mesures prises par l'administration Bush préservent cette domination et en aggravent un peu plus les conséquences.

Références bibliographiques

- Bourguinat H. (1992), *Finance internationale*, PUF, Thémis Economie, Paris, (1^{er} édition).
- Bowles S., Gintis H. (2002), « Social Capital and Community Governance », *The Economic Journal*, vol.112, n°483, novembre.
- Boyer R. (2002), *La croissance, début de siècle, de l'octet au gène*, Albin Michel.
- Bricnet F., Emeriau B., Roturier P. (2000), « Les comportements stratégiques face aux évolutions actionnariales », *Cadres CFDT*, juin.
- Cahuc P. (1993), *La nouvelle microéconomie*, Repères, Editions La Découverte, Paris.
- Capron M. (1993), *La comptabilité en perspective*, collection Repères, Editions La Découverte, Paris.
- Casta J.F., Colasse B. (2001), *Juste valeur, enjeux techniques et politiques*, Economica, Paris.
- Chesnaï F. (1997), *La Mondialisation du capital*, Alternatives économiques, Paris, (4^e édition augmentée).
- Dunbar N. (2000), *Inventing Money : The Story Of Long-Term Capital Management And The Legends Behind It*, John Willey&Sons, Chichester.
- Feng H., Froud J., Johal S., Haslam C., Williams K, (2001), « A New Business Model ? The Capital Market And The New Economy », *Economy and Society*, Volume 30, n°4, novembre.
- Froud J., Haslam C., Johal S., Williams K (2000), « Shareholder Value And Financialization: Consultancy Premises, Management Moves », *Economy and Society*, Volume 29, n°1, février.
- Galbraith J.K. (1961), *La crise économique de 1929, anatomie d'une crise financière*, Petite bibliothèque Payot, Paris.
- Galbraith J.K (1989), *Le nouvel état industriel*, Gallimard (4^e édition), Paris.
- Gillet P. (1998), « Comptabilité créatrice : le résultat comptable n'est plus ce qu'il était », *Revue française de gestion*, novembre-décembre.
- Giraud Pierre-Noël (2001), *Le commerce des promesses ; petit traité de la finance moderne*, Seuil, Paris.
- Guttman R. (1996), *How Credit-Money Shapes the Economy, The United States in a Global System*, M.E. Sharpe, Londres.
- Henwood D. (1997), *Wall Street*, Verso, Londres.
- Hilferding R. (1970), *Le capital financier*, Les Editions de Minuit, Paris, première édition originale, 1910.
- Hodgson G.M. (1988), *Economics and Institutions*, Blackwell, Cambridge.

- Jacquillat B. (2002), « Les maillons faibles de la gouvernance », *Sociétal*, 3^e trimestre.
- Jensen M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take-overs », *American Economic Review*, mai.
- Kaldor N. (1939), « Speculation and Economic Activity », *Review of Economic Studies*, vol.7, n°1.
- Kindleberger C.P. (1978), *Manias, Panics, and Crashes, A History of Financial Crisis*, John Willey & Sons, Chichester, New York.
- Lordon F. (2000), « La création de valeur comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale », *l'Année de la régulation*, Volume 4, La Découverte, Paris.
- Lordon F. (2002), « Les illusions de la transparence », *Analyse financière*, 2^e trimestre
- Montagne S. (2001), « De la pension governance à le corporate governance : la transmission d'un mode de gouvernement », *Revue d'Economie financière*, mars.
- Mottis N., Ponsard J.P (2002), « L'impact des FIE sur le pilotage de l'entreprise », dans (sous la direction de D. Plihon et J.P. Ponsard) *La montée en puissance des fonds d'investissements : quels enjeux pour les entreprises ?*, Les études de La Documentation française.
- Orléan A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Editions Odile Jacob, Paris.
- O'Sullivan M. (2000), « Le socialisme de fonds de pension, ou « plus ça change... » : financement des retraites et *corporate governance*, aux Etats-Unis », *l'Année de la régulation*, volume 4, La Découverte, Paris.
- Plihon D. (2002), *Rentabilité et risques dans le nouveau régime de croissance*, Rapport du groupe présidé par D. Plihon, Commissariat Général du Plan, La Documentation française, Paris.
- Plihon D. (2003), « L'émergence du nouveau capitalisme mondialisé et dominé par la finance », dans C. Serfati (Editeur), *Regards critiques sur la mondialisation*, Editions Octares, Toulouse.
- Roturier P. (2003), « Finance et stratégie des groupes industriels », dans C. Serfati (Editeur), *Regards critiques sur la mondialisation*, Editions Octares, Toulouse, à paraître.
- Sauviat C. (2002), « Etats-Unis : Enron, une énorme défaillance de marché », *Chronique internationale de l'IRES*, janvier.
- Serfati C. (1996), « Le rôle actif des groupes à dominante industrielle dans la financiarisation de l'économie », dans F. Chesnais (éditeur), *La Mondialisation financière, genèse, enjeux et coûts*, Syros.
- Serfati C. (2001), « Une bourgeoisie mondiale pour un capital financier mondialisé ? », dans (ouvrage collectif) *La bourgeoisie : classe dirigeante d'un nouveau capitalisme*, Syllepse.

- Serfati C. (2003a), « Le capital financier au cœur des rapports sociaux contemporains », dans C. Vercellone (Editeur), *Logiques productives, logiques financières*, L'Harmattan, Paris.
- Serfati C. (2003b), « Trajectoire des technologies et mondialisation : un avenir pour le militaire », dans C. Serfati (Editeur), *Regards critiques sur la mondialisation*, Editions Octares, Toulouse, à paraître.
- Stiglitz J. (2002a), « Crony Capitalism-American-Style », *The Economic Times*, 6 février.
- Stiglitz J. (2002b), *La grande désillusion*, Fayard, Paris.
- Strategor (1993), *Stratégie, structure, décision, identité : Politique générale d'entreprise*, Paris-Interéditions.
- Wray I.R. (2001), « Did The Rising Tide Eliminate Our 'Surplus' Population » ?, *Journal of Economic Issues*, vol.35, n°2, June.

