
La financiarisation du secteur forestier : le cas de Produits Forestiers Résolu

The Financialization of the Forest Sector: The Case of Resolute Forest Products

François L'Italien, Frédéric Hanin, Éric Duhaime et Éric Pineault



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/interventionseconomiques/1594>

DOI : [10.4000/interventionseconomiques.1594](https://doi.org/10.4000/interventionseconomiques.1594)

ISBN : 1710-7377

ISSN : 1710-7377

Éditeur

Association d'Économie Politique

Référence électronique

François L'Italien, Frédéric Hanin, Éric Duhaime et Éric Pineault, « La financiarisation du secteur forestier : le cas de Produits Forestiers Résolu », *Revue Interventions économiques* [En ligne], 44 | 2012, mis en ligne le 01 novembre 2011, consulté le 24 mai 2019. URL : <http://journals.openedition.org/interventionseconomiques/1594> ; DOI : [10.4000/interventionseconomiques.1594](https://doi.org/10.4000/interventionseconomiques.1594)

Ce document a été généré automatiquement le 24 mai 2019.



Les contenus de la revue *Interventions économiques* sont mis à disposition selon les termes de la Licence Creative Commons Attribution 4.0 International.

La financiarisation du secteur forestier : le cas de Produits Forestiers Résolu

The Financialization of the Forest Sector: The Case of Resolute Forest Products

François L'Italien, Frédéric Hanin, Éric Duhaime et Éric Pineault

Introduction

- 1 AbitibiBowater (exerçant désormais ses activités sous le nom : Produits forestiers Résolu¹) est une transnationale présentant les caractéristiques typiques d'un modèle d'affaires monopoliste qui a prévalu pour une large part du XXe siècle en Amérique du Nord, en particulier dans l'économie des commodités (« *staples* »)² (Hutton, 1994 ; Thorpe et Sandberg, 2007). L'entreprise actuelle est le produit typique de deux processus qui ont marqué l'histoire du capitalisme avancé au Canada, soit l'évolution du modèle capitaliste d'exploitation des ressources naturelles et la transformation du rapport entre capital financier et capital industriel dans la formation des grandes corporations monopolistiques. La stratégie de contrôle, en amont, de l'accès à la ressource naturelle a constitué l'assise qui permit l'établissement d'une stratégie de contrôle monopolistique, en aval, du marché pour un produit de base essentiel au développement matériel du capitalisme avancé au XXe siècle, le papier. Entre les deux se développa une vaste structure capitaliste d'organisation intégrée de l'extraction, de la transformation et de l'exportation de ce produit de base. Le monopole d'accès à la ressource facilité par l'appui stratégique reçu par l'État pour favoriser l'extraction du bois de la forêt boréale au moindre coût et avec le moins d'investissements possibles, permit à cette industrie d'orienter l'essentiel de ses investissements dans une stratégie de concentration de la production afin de renforcer et maintenir son monopole mondial sur l'offre de papier. Ainsi, l'investissement en capital fixe dans ce secteur fut essentiellement consacré à cette recherche de monopolisation de l'offre du produit final plutôt qu'à l'innovation et au développement du mode de production.

- 2 Le capital financier, dont l'incarnation canadienne sont les grandes banques de Bay Street, joua un rôle clé dans cette stratégie de concentration et de consolidation monopolistique du secteur. Or, à partir des années 1990, le secteur financier changea radicalement son rapport général à la sphère industrielle dans les économies capitalistes avancées, et ce particulièrement en Amérique du Nord. Les banques de Bay Street, les grands gestionnaires de fonds et l'arrivée de nouveaux acteurs financiers plus agressifs (les fonds de couverture, « *hedge Fund* », et les boutiques d'investisseurs d'élite, « *private equity* ») développèrent des stratégies de valorisation du capital financier basées sur l'excroissance de la sphère financière et de nouvelles pratiques d'extraction de la valeur générée par la sphère productive (Baragar et Fletcher, 2008). Comprises comme processus de financiarisation de l'accumulation dans le capitalisme avancé (Orhangazi, 2007), l'effet de ces stratégies sur le secteur prit la forme d'un assujettissement des grandes entreprises monopolistiques aux nouvelles exigences d'accumulation financière, en particulier par l'instauration d'un régime de restructuration permanente (Morin, 2006; Baragar et Fletcher, 2008).
- 3 Nous procédons ici à une analyse du « cas » AbitibiBowater afin d'éclairer les modalités à travers lesquelles s'opère cette subordination de la sphère productive à la sphère financière. Cette monographie fait suite à une première étude de cas consacrée à Tembec (Duhaine, Hanin, L'Italien et Pineault, 2010), et nous reprenons ici essentiellement le même cadre théorique et méthodologique. Notre cadre s'inspire de l'approche « *Narrative and Numbers* » développée à Manchester par une équipe de recherche dirigée par Karel Williams et Julie Froud (2006), combinée à une démarche d'économie politique plus classique du capitalisme avancé (Pineault, 2008), du capitalisme monopoliste (Sweezy, 1966), et de la sociologie économique de la financiarisation (Orléan, 1999; Zorn, Dobbin et al. 2003, 2006; Fligstein, 2005).
- 4 Dans une première partie, nous retraçons de manière critique les transformations du modèle d'affaires et de la stratégie industrielle de la firme à l'étude en l'inscrivant dans son contexte d'économie politique. Nous montrons comment fut financiarisé un modèle d'affaires essentiellement monopoliste qui est typique du secteur des commodités au Canada. Caractérisé par une stratégie industrielle de contrôle du marché par croissance externe reposant sur une stratégie de capitalisation financière par endettement, ce modèle tend à subordonner la firme aux intérêts de la sphère financière, une tendance ensuite accentuée lorsqu'interviennent de nouveaux investisseurs favorisant un style de gestion plus agressif tels que les fonds de couverture.
- 5 Dans une seconde partie, nous analysons les catégories de l'analyse financière ainsi que les impacts que peut avoir la mobilisation de celles-ci par les analystes financiers dans le cadre du rituel corporatif des conférences téléphoniques trimestrielles où sont présentés et discutés les résultats de l'entreprise. Si les actionnaires peuvent vendre ou acheter les titres d'une entreprise et ainsi affecter son cours boursier, s'ils peuvent agir en propriétaires lors des assemblées générales annuelles des actionnaires ou en obtenant un siège au conseil d'administration, la communauté des analystes financiers produit quant à eux des communications qui encadrent et informent ces pratiques tout comme celles des créanciers. De plus, à travers les commentaires qu'ils émettent au cours des conférences téléphoniques, les analystes financiers peuvent influencer directement les stratégies et la gestion des corporations industrielles, leurs analyses s'imposant de manière contraignante aux directions des entreprises.

- 6 À travers cette double analyse qui tient compte à la fois de l'avènement de nouveaux acteurs financiers ainsi que du rôle de plus en plus névralgique des analystes financiers, la transformation endogène du modèle d'affaires de la firme se trouve mise en rapport avec les forces exogènes qui la relayent, l'accompagnent et finalement la déterminent. La production de cette seconde monographie de la financiarisation du secteur forestier nous permet d'éclairer aussi bien la spécificité de la trajectoire de cette industrie que les manifestations au niveau de la firme en ce qui concerne le processus de financiarisation du capitalisme nord-américain.

La financiarisation du modèle d'affaires monopoliste

Le modèle d'affaires monopoliste : le contrôle de la filière par la croissance externe

- 7 AbitibiBowater a été créée en janvier 2007 par la fusion de deux corporations préexistantes, Abitibi Consolidated et Bowater, qui occupaient des positions dominantes dans les deux principales filières de l'industrie forestière nord-américaine, soit les pâtes et papiers et le sciage. Cette fusion a été réalisée par échange d'actions. Cette opération financière, ont alors affirmé les hautes directions respectives, devait permettre d'éviter des rationalisations en chaîne et de procéder à des économies d'échelle de plus de 300 millions \$ annuellement (AbitibiBowater, 2007). Il apparaît clairement que cette fusion, loin d'être une opération exceptionnelle, constitue au contraire le *modus operandi* de ce modèle d'affaires.
- 8 Historiquement, le développement de l'industrie forestière nord-américaine s'est principalement manifesté par une dynamique d'intégration élargie des installations productives dans un nombre sans cesse restreint de grandes corporations³, Abitibi Consolidated et Bowater étant deux exemples révélateurs. C'est ainsi que l'histoire d'Abitibi Consolidated est jalonnée de nombreux épisodes de fusions et d'acquisitions depuis la création d'Abitibi Pulp and Paper Co. en 1912, qui devient Abitibi Power and Paper Co. en 1914. En 1928, la compagnie fusionne avec la Murray Bay Paper (qui était propriété des frères Donohue), tout en conservant son nom. Elle se retrouve à quelques reprises sous la Loi de la protection contre les créanciers entre 1932 et 1946. À partir de 1974, elle fusionne avec la compagnie Price Brothers, fondée en 1889, pour donner Abitibi Price. Après avoir fait plusieurs acquisitions, la compagnie fusionne ensuite en 1997 avec la Stone Consolidated, elle-même issue de l'acquisition de la Consolidated Bathurst (principalement détenue par Power Corp) par la Stone Containers Corp. en 1989. Abitibi Consolidated est née. Puis, en janvier 2007, le géant du papier journal annonce sa fusion avec Bowater, fondée en Angleterre en 1881 et ayant connu une trajectoire similaire à Abitibi Consolidated. Pour comprendre de l'intérieur les caractéristiques structurelles et les motifs stratégiques poursuivis par ce modèle d'affaires, deux caractéristiques du modèle doivent être explicitées.
- 9 Concomitant du modèle d'affaires monopoliste (Sweezy, 1966), le contrôle du marché est une stratégie de capitalisation élémentaire pour des acteurs qui, comme AbitibiBowater, se spécialisent dans une économie de commodités. Le contrôle du marché passe alors par le surinvestissement dans l'achat d'usines de produits forestiers destinés à des marchés de plus en plus vastes, avec pour corollaire un sous-investissement dans les innovations organisationnelles et les produits à valeur ajoutée. De ce fait, c'est d'abord l'objectif de

réduction des coûts qui devient la norme de performance des établissements afin de couvrir les coûts financiers des nouvelles acquisitions. Cette stratégie permet de réduire la concurrence entre les corporations, en accroissant leur emprise sur la structure de prix de la filière et en régulant le niveau de production, ce qui signifie par contre une augmentation de la concurrence interne entre les établissements, la fermeture d'installations productives dans certains segments du marché ainsi que l'intensification de la production dans les autres. Il est donc tout à fait conforme à la logique monopoliste que l'achat, par une corporation dotée de ce modèle d'affaires, d'une installation productive réputée rentable par son ancienne direction se traduise par sa fermeture sitôt la transaction conclue⁴. Lorsque l'opération de fusion fût complétée, en octobre 2007, AbitibiBowater formait désormais le plus grand producteur de papier journal au monde⁵, prenant ainsi une position de contrôle monopolistique sur le marché nord-américain des produits forestiers.

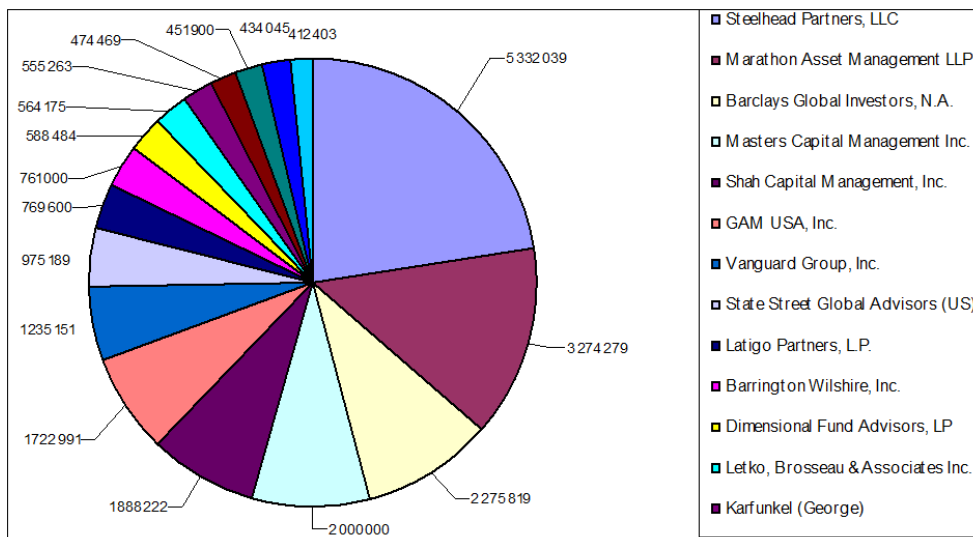
- 10 Dans la logique du modèle monopoliste, la dépendance des corporations à l'endettement est une seconde caractéristique structurelle de ce modèle d'affaires. À mesure qu'elles deviennent importantes, comme dans le cas d'AbitibiBowater, les fusions et acquisitions rapprochent la « gouvernance » de la spéculation financière, car les opérations de croissance externe constituent également une stratégie de valorisation financière⁶. Ainsi peut-on comprendre en partie pourquoi, suite à l'annonce de la fusion entre Abitibi Consolidated et Bowater, le prix de l'action d'Abitibi Consolidated s'est envolé⁷. La création de cette nouvelle entité permet alors d'ouvrir une nouvelle ligne de crédit en février 2008 de 250 millions \$, d'une valeur équivalente à celles des deux entités séparées. Cette capacité d'endettement repose notamment sur la concentration de droits d'exploitation sur plusieurs dizaines de millions d'acres de forêt publique au Québec et au Canada, lesquels droits agissent à titre de garantie de prêt sur les marchés financiers globaux⁸. Cette nouvelle capacité financière semblait la bienvenue pour les deux anciens acteurs, qui ont aussi consolidé leurs passifs : AbitibiBowater est née avec une dette nette de 5,7 milliards \$, ce qui, lorsqu'on la compare à la valeur totale des actifs sous gestion (10,3 milliards \$), représente un ratio d'endettement (total passif vs total actif) passablement élevé pour une nouvelle compagnie (55 %).
- 11 Corollairement à cela, le poids de la dette a pour effet de centraliser davantage les flux de revenus dégagés par les différentes unités de production pour assurer une bonne notation financière. Or, à mesure que se déploie le processus de centralisation, ce n'est plus tant la nature des actifs proprement dits qui importe pour la haute direction que leur degré de *liquidité*, c'est-à-dire leur capacité à être transigés immédiatement sur un marché. Cela suppose que la haute direction, avant d'investir dans des actifs stratégiques, doit spéculer sur leur disposition à être convertis rapidement sous une forme numéraire.
- 12 Ainsi donc, les stratégies industrielles de contrôle du marché par croissance externe et les stratégies de capitalisation financière par endettement constituent deux caractéristiques saillantes du modèle d'affaires monopoliste qui sont mises en pratique dans la corporation AbitibiBowater. Si, historiquement, ce modèle a réussi à se maintenir en période de croissance des marchés, il se trouve que la fusion entre Abitibi Consolidated et Bowater a été réalisée au moment où les marchés financiers et les marchés des produits forestiers s'effondraient; destinée à faire face à cette double débâcle, la fusion a au contraire précipité la crise du modèle.

Crise de l'industrie et financiarisation du modèle d'affaires

- 13 En avril 2009, soit deux ans après sa création, AbitibiBowater recourrait à la protection de la Loi sur les arrangements avec les créanciers (LACC) afin de procéder à une profonde restructuration financière. Déjà, au courant de l'année 2008, AbitibiBowater avait manifesté des signes de crise, qui avait essentiellement trait à des problèmes de liquidités : traînant une dette de 6 milliards \$, la compagnie laissait entendre qu'elle était de plus en plus incapable d'honorer ses obligations financières à venir de 700 millions \$, à commencer par celles envers les caisses de retraite de ses employés pour un montant de 162 millions \$. Le ratio d'endettement est passé de 55 % en 2007 à 75 % en 2008 (AbitibiBowater, 2010), ce que les marchés financiers n'ont pas manqué d'observer : l'action d'AbitibiBowater est rapidement devenue un titre de pacotille.
- 14 Au plan du contrôle de la ressource et du marché de la commodité, AbitibiBowater a procédé à une impressionnante restructuration : de 20 000 employés et 5,7 milliards \$ de capital fixe sous gestion en 2007, il ne restait plus que 10 500 employés et 2,6 milliards \$ de capital fixe en 2010 (AbitibiBowater, 2010). Le poids de la dette a ainsi mené la compagnie à opérer, dès 2008, des licenciements et des désinvestissements substantiels, qui ont représenté autant de petits cataclysmes pour les collectivités dans lesquelles les installations opéraient. Au Québec, les villes de Donnacona, Beaupré, Gatineau, Dolbeau-Mistassini, pour la plupart mono-industrielles, ont non seulement été directement touchées par ces fermetures, mais elles ont expérimenté un dispositif important du modèle d'affaires monopoliste : en vertu d'une clause de non-concurrence fixée par AbitibiBowater, la corporation a refusé de vendre ses installations fermées à des sociétés qui pourraient virtuellement la concurrencer dans les segments de marchés de commodités forestières qu'elle occupe. Et comme la compagnie opère dans la quasi-totalité de ces segments, les fermetures se sont traduites, jusqu'ici, par l'achat des installations productives par des multinationales de la ferraille⁹. Les usines qui demeurent ouvertes sont celles dont la marge de profit varie le plus avec le prix de marché (la production de papier journal en particulier) afin de maximiser le BAIIA de la compagnie (bénéfice avant impôt, intérêts et amortissements). La spécialisation dans les produits de commodité trouve ici une nouvelle légitimité. Au plan du financement et du contrôle de la corporation, c'est au moment où AbitibiBowater manifestait des signes de crise, en 2008 et 2009, que l'on a pu observer de manière évidente la présence de nouveaux acteurs et la mise en œuvre de pratiques typiques du nouveau régime d'accumulation financiarisé.
- 15 D'abord, en février 2009, peu avant que la compagnie n'ait recours à la LACC, un fonds spéculatif américain, *Steelhead Partners*, a soudainement haussé sa participation dans la structure financière d'AbitibiBowater en acquérant plusieurs blocs de titres. À ce moment, *Steelhead Partners* est en effet devenu le plus important actionnaire de la compagnie (14,8 %), ce qui s'est traduit par un style de gestion plus « agressif » de la restructuration en cours. Défendant une conception « activiste » de l'actionnaire, ce fonds de couverture (« *hedge fund* ») a cherché à tirer profit de la situation financière critique d'AbitibiBowater en pressant pour que des mesures draconiennes de désinvestissement soient adoptées¹⁰.

16 En fait, la présence de ce fonds de couverture a révélé que la création, puis les difficultés d'AbitibiBowater, avait attiré toute une faune d'organisations financières essentiellement dirigées par des principes de gestion à caractère spéculatif, comme le montre le tableau 1.

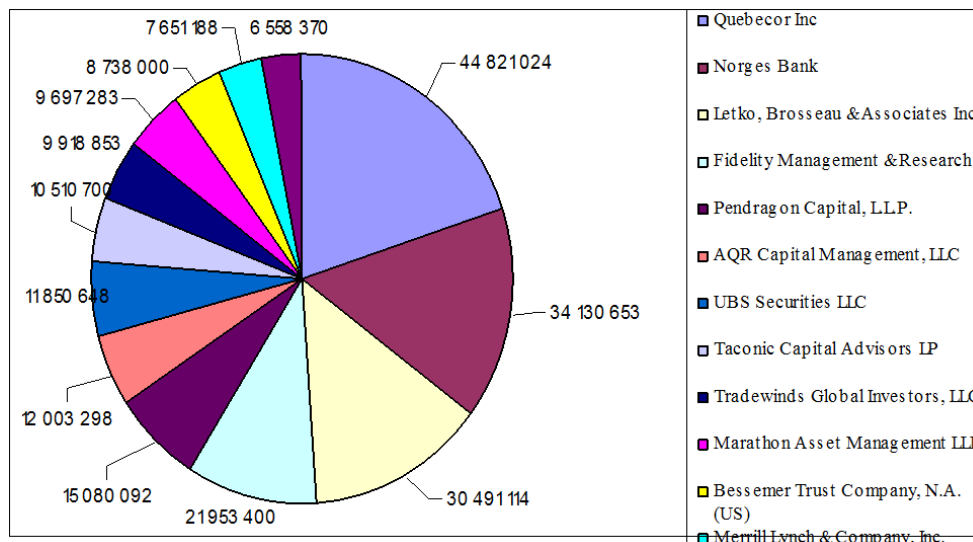
Tableau 1 : Actionnariat d'AbitibiBowater en mars 2009 (50 % des actions; en nombre absolu)



Source : Thomson Financial Banker One, 2010.

17 Cette situation contraste avec l'actionnariat d'Abitibi Consolidated dans les mois précédant la fusion avec Bowater. Comme nous le constatons au tableau 2, l'actionnaire de contrôle était une corporation industrielle, Québecor, qui, tout en ayant une stratégie financière, détenait des intérêts à long terme dans la compagnie.

Tableau 2 : Actionnariat d'AbitibiBowater en septembre 2007 (50 % des actions; en nombre absolu)



Source : Thomson Financial Banker One 2010.

18 Mentionnons en outre que la présence de ces organisations financières spéculatives, et en particulier de fonds de couverture, se traduit généralement par un financement à court terme et à un coût très élevé, qui doit être compensé par un financement de long terme à

faible coût¹¹, souvent apporté par des organismes gouvernementaux au nom de l'emploi et du développement économique. On assiste alors à un transfert de fonds du second mode de financement vers le premier.

- 19 Un second événement a clairement révélé la présence d'un vecteur de financiarisation au cœur d'AbitibiBowater. Au lendemain de l'annonce du recours à la LACC, le rapport annuel de la corporation publiait les montants liés au départ de l'ancien président du conseil d'administration de la corporation, John Weaver, en mars 2009. On y apprenait alors que ce dernier, qui avait quitté la présidence du conseil d'administration en juillet 2008, mais était resté membre jusqu'au printemps 2009, s'était vu offrir en tout 24 millions \$ depuis la formation de la corporation fusionnée, à l'automne 2007. D'abord, en 2008, la rémunération de John Weaver a été fixée à 7,5 millions \$, laquelle rémunération comprenait un salaire (689 345 \$), une indemnité de départ (1,07 million \$), une bonification de son régime de retraite (3,7 millions \$), ainsi que l'attribution d'options d'achat d'actions (927 600 \$). Ensuite, à l'annonce de son départ, Weaver s'est vu attribuer une indemnité de départ de 17,5 millions \$, somme qui devait lui être payée en six versements de janvier à décembre 2009. Or, puisque la corporation, confrontée à de graves problèmes de liquidités, a dû se mettre sous le couvert de la LACC, il n'a pu toucher que 4,5 millions \$ US, les paiements suivants devant faire l'objet d'une approbation par la Cour¹².
- 20 La forme financière de la rémunération incite ainsi les hauts dirigeants à élaborer des stratégies de gestion de la corporation arrimées aux fluctuations boursières du titre de la compagnie, ce qui rend ainsi fonctionnellement solidaires leurs intérêts à ceux des organisations financières, préoccupées par la liquidité et la performance du titre. De là l'impression d'un profond décrochage entre les activités économiques « réelles » de l'organisation et le niveau de rémunération de leurs dirigeants.
- 21 Face à cela, le gouvernement du Québec n'a pas pris de mesures afin de contraindre AbitibiBowater à renoncer à son modèle d'affaires, de manière à donner aux collectivités l'occasion de prendre leur situation en main. En fait, le gouvernement du Québec a plutôt fait le choix de supporter la compagnie de trois manières : en assurant l'achat de barrages et de centrales électriques par Hydro-Québec comme dans le cas de Manicouagan en mars 2009; en lui octroyant, en avril 2009, une garantie de prêt de 100 millions \$ US, de manière à engager son processus de restructuration; en concluant une entente sur le financement des régimes de retraite de la compagnie. À travers ces mesures, le gouvernement a ainsi facilité et légitimé la mise en place d'un modèle d'affaires financiarisé pour une corporation dont l'activité a une influence sur la santé économique de la plupart des régions du Québec.

AbitibiBowater et l'analyse financière

- 22 Dans le contexte de la financiarisation, l'analyse financière, ses catégories et ses modalités de communication, constitue aussi bien un dispositif de représentation du monde industriel qu'un dispositif de contrôle des stratégies et pratiques qui s'y déploient. À cet égard, les conférences téléphoniques portant sur les bilans financiers se sont progressivement imposées au cours des deux dernières décennies comme un vecteur communicationnel privilégié qui assure la mise en rapport des dirigeants des entreprises cotées en bourse avec les analystes financiers chargés de les couvrir. Ainsi, nous entamerons cette deuxième partie par une description des catégories mobilisées par

l'analyse financière et qui sont au fondement des représentations qu'elle cultive quant aux pratiques et structures industrielles. Ensuite, nous proposons une analyse des conférences téléphoniques de la compagnie AbitibiBowater de sorte à faire ressortir l'incidence de ces représentations sur les pratiques et stratégies adoptées par une telle entreprise. Comme nous le verrons, la structure autoréférentielle de la logique financière contemporaine a fait de ces conférences un espace performatif où les analystes exercent une capacité d'orientation et de sanction des pratiques industrielles, assurant l'arrimage de celles-ci au monde financier ainsi qu'aux intérêts qui lui sont propres.

La puissance financière et l'analyse fondamentale

- 23 L'analyse financière fondamentale repose sur deux hypothèses complémentaires. Elle se fonde, d'une part, sur l'idée que la valeur des actions sur les marchés boursiers n'est pas nécessairement représentative de leur valeur réelle, dite « intrinsèque », et, d'autre part, sur l'idée que la valeur des actions sur les marchés finira tôt ou tard par s'ajuster pour devenir représentative de cette valeur intrinsèque. L'objectif premier de l'analyse financière fondamentale consiste dès lors à identifier les actions dont la valeur boursière est jugée sous-évaluée en rapport à leur valeur intrinsèque (Brown et Reilly, 2000; Orléan, 1999). Ces actions pour lesquelles une appréciation de la valeur est attendue à plus ou moins long terme se trouvent ainsi recommandées en opposition aux actions dont la valeur boursière est jugée surévaluée.
- 24 Or, ces deux hypothèses sous-jacentes à l'analyse financière ont fait l'objet d'une critique en profondeur développée par André Orléan (1999; 2004; 2008). À la perspective objectiviste que véhicule la notion de valeur intrinsèque ainsi qu'à la présomption d'efficacité imputée aux marchés financiers, ce dernier oppose une perspective conventionnaliste. La valeur des titres repose à ses yeux sur l'établissement de « conventions » qui impliquent une dimension « irréductiblement subjective ». Dans cette perspective, l'acquisition ou non d'un titre à une valeur donnée relève moins de la comparaison de sa valeur intrinsèque en rapport à sa valeur boursière que des représentations que les acteurs de la sphère financière cultivent quant au montant que seront prêts à payer les autres acteurs financiers pour ce même titre. De proche en proche, ces représentations tendent à converger pour former une convention, elle-même sous-jacente à la détermination de la valeur effective du titre boursier. En somme, la dynamique inhérente aux marchés boursiers repose d'après Orléan sur une logique « autoréférentielle », relativement déconnectée de l'économie réelle, qui consiste pour chacun des acteurs à déterminer leurs propres agissements en fonction de ceux qui sont attendus des autres sur la base des conventions établies. Cependant, si cette logique autoréférentielle n'est que *relativement* déconnectée de l'économie réelle, c'est que la convention entourant la valeur d'un titre n'est maintenue qu'aussi longtemps que l'évolution de l'environnement économique et les performances réalisées par l'entreprise permettent de la soutenir. Dans le cas contraire, lorsque le secteur industriel de cette entreprise montre des signes de ralentissement, de crise ou lorsque les indicateurs concernant ses performances deviennent problématiques, la convention est abandonnée au profit d'une nouvelle.
- 25 Cette critique à l'égard des hypothèses sous-jacentes à l'analyse financière ne doit toutefois pas occulter l'importance de celles-ci pour les analystes financiers eux-mêmes puisqu'elles sont au fondement de leur pratique et en déterminent la finalité. De même, il

ne faudrait pas trop hâtivement discréditer l'importance des conclusions auxquelles parviennent les analystes financiers. Tel que le suggère Orléan lui-même – sans toutefois problématiser en détail le rôle spécifique des analystes financiers – les analyses qu'ils produisent constituent un mécanisme clé en ce qui concerne l'établissement des conventions sous-jacentes à la dynamique financière. En effet, dans la mesure où ces évaluations constituent une production d'informations au sujet des titres boursiers, elles sont au cœur des débats et spéculations entourant leur valeur présente et future et participent ainsi de manière névralgique à la formation des conventions qui en déterminent la valeur boursière effective.

Les catégories de l'analyse financière

- 26 L'analyse financière fondamentale conjugue une méthode quantitative et qualitative. Les recommandations établies par cette dernière (sous la forme : « *buy, sell or hold* ») reposent, d'un côté, sur une évaluation comptable des données contenues dans les bilans financiers trimestriels et annuels des entreprises cotées en bourse et, de l'autre, sur la prise en compte d'un ensemble de facteurs qualitatifs qui pourraient avoir un impact sur les performances futures¹³.
- 27 En ce qui concerne, d'abord, le volet quantitatif de l'analyse financière fondamentale, celui-ci consiste à calculer un ensemble de ratios généralement regroupés en quatre catégories. Premièrement, les ratios de trésorerie ou de liquidité visent à établir la capacité d'une compagnie à satisfaire ses engagements à court terme tels que la portion de la dette arrivant à échéance au cours de l'année ou les montants dus aux fournisseurs. Deuxièmement, les ratios de structure financière ou de levier financier cherchent à offrir un portrait de l'équilibre financier de l'entreprise, de l'importance de son endettement et de la solvabilité de l'entreprise à long terme, le tout dans le but d'établir le risque lié à l'investissement. Troisièmement, les ratios de gestion visent à rendre compte de l'efficacité avec laquelle l'entreprise réalise ses opérations et gère ses ressources, comme par exemple le taux de rotation des inventaires, le délai de recouvrement des comptes clients ou le délai de paiement des fournisseurs. Finalement, les ratios de rentabilité visent à faire état de l'efficacité par laquelle une entreprise parvient à générer des bénéfices, et ce, d'une double manière. D'un côté, à partir de l'ensemble des opérations nécessaires au dégagement de bénéfices et, de l'autre, en fonction des investissements mobilisés à cette fin. Dans le second cas – le plus important du point de vue du monde financier – il s'agit d'établir la capacité d'une compagnie à générer des retours pour ses actionnaires, qu'il s'agisse des dividendes établis ou encore de l'augmentation attendue de la valeur des titres. Réalisés à partir des données absolues qui sont contenues dans les bilans financiers, ces différents ratios sont exprimés en fractions ou en pourcentages. De cette façon, ils permettent de comparer la structure financière et les performances d'une entreprise sur plusieurs années de même qu'à l'égard des ratios moyens de son secteur industriel et de l'économie en général¹⁴.
- 28 Une fois calculés les différents ratios d'une entreprise sur plusieurs années, ceux-ci permettent d'établir des projections quant aux performances futures qu'elle pourrait réaliser. L'analyse porte alors son attention sur un ensemble de facteurs qualitatifs qui permettent d'établir les facteurs qui pourraient avoir une incidence positive ou négative sur les performances attendues. Ce volet qualitatif s'attarde d'abord à déterminer les traits généraux de son modèle d'affaires, c'est-à-dire : s'il est fondé sur la production de

commodités de base ou de produits transformés, sur une offre de services, sur la distribution à grande échelle, sur la recherche et le développement, etc. Ensuite, cette analyse qualitative prend en compte l'environnement économique au sein duquel opère l'entreprise. Elle s'attarde ainsi aux perspectives de croissance ou de ralentissement du secteur industriel, à la fluctuation des coûts des intrants et des prix des biens produits, à la composition et aux transformations de sa clientèle cible ainsi qu'aux régulations politiques qui peuvent avoir une incidence sur ses performances. De même, cette analyse tient compte de la compétition à laquelle fait face l'entreprise et cherche à déterminer si celle-ci possède ou non un avantage concurrentiel. Finalement, ce volet qualitatif de l'analyse financière s'intéresse aux stratégies mises en place par l'entreprise telles que les stratégies de croissance interne ou de croissance externe. À ce sujet, il appert, comme nous le verrons, que les stratégies d'une entreprise constituent le sujet névralgique autour duquel se cristallisent les discussions entre la direction d'une entreprise et les analystes financiers.

Les conférences téléphoniques

- 29 Au cours des conférences téléphoniques trimestrielles portant sur les bilans financiers, la direction d'une entreprise cotée en bourse est amenée à défendre ses résultats financiers devant un ensemble d'analystes financiers. Après une présentation générale des résultats financiers obtenus, la direction ouvre la ligne téléphonique aux questions des analystes. C'est cette partie des conférences téléphoniques, au cours de laquelle la direction répond aux questions des analystes financiers, que nous avons analysée. Les thèmes abordés sont nombreux, mais peuvent être regroupés en quelques grandes catégories qui font écho aux catégories sous-jacentes à l'analyse financière. Ainsi, le thème de la rationalisation fait échos à l'identification des stratégies mises de l'avant par l'entreprise. Les thèmes que sont le marché ainsi que la régulation politique concernent l'environnement au sein duquel opère l'entreprise. Celui des opérations financières courantes renvoie aux ratios concernant la détention de liquidités et l'efficacité par laquelle l'entreprise gère ses ressources. Le thème de la finance générale se rapporte aux ratios visant à établir l'équilibre financier de l'entreprise et le risque lié à l'investissement. Finalement, la performance – le plus souvent abordée avec le BAIIA – renvoie aux ratios de rentabilité (voir tableau 3).

Tableau 3 : Thèmes abordés au cours des conférences téléphoniques en rapport aux catégories de l'analyse financière

Thèmes abordés	Catégories de l'analyse financière
<u>Rationalisation :</u> Ventes d'actifs, fermetures, ralentissements des opérations, consolidations, conversions et modernisations, etc.	Stratégies industrielles
<u>Marché :</u> Coûts des intrants, prix et demande pour les commodités produites, compétiteurs, etc.	Environnement économique

<u>Régulation politique et fiscalité :</u> Financement gouvernemental, politiques environnementales, impôts et taxes, etc.	Environnement économique
<u>Opérations financières courantes :</u> Liquidité, ventes et contrats, livraisons, investissements, taux de change, etc.	Ratios de liquidité et de gestion
<u>Finance générale :</u> Endettement et intérêts, obligations, titres boursiers, financement, etc.	Ratios de structure financière ou de levier financier
Performance : Principalement abordée à partir du BAIIA	Ratios de rentabilité

30 Les conférences téléphoniques que nous avons analysées couvrent les résultats financiers d'AbitibiBowater pour la période allant du 1^{er} trimestre 2007 au 3^e trimestre 2008, c'est-à-dire la période précédant le recours à la protection de la LACC. Au cours de ces conférences, 338 questions furent posées, dont 134 (40 %) abordaient le thème de la rationalisation, 90 (27 %) celui du marché, 89 (26 %) celui des opérations financières courantes, 72 (21 %) celui de la finance générale, 36 (11 %) celui de la performance et quelque 4 questions (1,2 %) abordaient le thème de la régulation politique (voir tableau 4). Dans la plupart des cas, les questions formulées par les analystes financiers revêtaient une forme *cognitive* (313/338 ou 92 %), c'est-à-dire qu'elles visaient à obtenir plus d'informations, d'une part, sur les facteurs qui ont pu avoir une influence positive ou négative sur les résultats financiers obtenus et de l'autre, sur les impressions de la direction quant à l'évolution future de ces facteurs. Toutefois, un nombre non négligeable de questions (24/338 ou 7 %) avaient une forme *effective* dans la mesure où elles incitaient la direction de la compagnie à entreprendre des mesures particulières. Enfin, une seule question avait une forme *normative négative*, c'est-à-dire qu'elle constituait une manifestation explicite d'insatisfaction à l'égard des performances réalisées et des résultats obtenus par la compagnie.

Tableau 4 : Thèmes abordés lors des conférences téléphoniques en fonction de la forme des questions (1^{er} trimestre 2007 au 3^e trimestre 2008)¹⁵

Thèmes abordés	Forme des questions			
	Normative négative	Effective	Cognitive	Pour l'ensemble des questions
Rationalisation	0	14	120	134
Marché	0	5	85	90
Opérations financières courantes	0	3	86	89

Finance générale	0	5	67	72
Performance	1	0	35	36
Régulation politique et fiscalité	0	0	4	4
Total	1	24	313	338

- 31 Deux points importants ressortent de cette analyse des conférences téléphoniques d'AbitibiBowater. Premièrement, contrairement à ce qui est couramment véhiculé dans le monde de la finance, le rôle des analystes financiers ne se limite pas simplement à informer les marchés sur les performances pouvant être attendues des entreprises cotées en bourses. Ils travaillent également en sens inverse, soit en informant les entreprises en ce qui a trait aux attentes que cultivent les acteurs de la sphère financière à leur égard. En effet, la présence de questions dont la portée est effective au cours des conférences téléphoniques (24/338 ou 7 %) montre que les analystes financiers ne se contentent pas d'éclaircir certains points de détails sur les performances et les résultats obtenus, mais s'autorisent à formuler des suggestions quant aux mesures à entreprendre. Puisque les évaluations produites par les analystes financiers – réalisées à partir des réponses fournies par la direction des entreprises – ont une incidence sur la valeur des titres boursiers qui s'y rattachent ainsi que sur la capacité d'emprunt des entreprises, elles opèrent rétroactivement à la manière d'une sanction qui cautionnent ou condamnent les stratégies effectivement mises en place par la direction, revêtant ainsi un caractère contraignant. À l'intérieur de la dynamique financière, les analystes jouent ainsi un double rôle. D'un côté, par l'entremise des analyses qu'ils produisent, ils informent les marchés financiers sur les performances pouvant être attendues des compagnies et participent de la sorte à l'élaboration des conventions sous-jacentes à la détermination de la valeur des titres, cette production d'information permettant de conférer une certaine tangibilité à ces titres. D'un autre côté, ils informent en retour les instances directionnelles des compagnies quant aux attentes cultivées par la sphère financière à leur endroit, favorisant ainsi l'intériorisation normative de ces attentes au sein des instances directionnelles¹⁶.
- 32 Deuxièmement, il appert que parmi ces attentes, la maximisation de la valeur actionnariale constitue la préoccupation centrale de la sphère financière et qu'elle tend, ce faisant, à être imposée à la direction des entreprises comme objectif prépondérant. L'importance des questions abordant le thème de la rationalisation, dont l'occurrence s'élève à 40 % de l'ensemble des questions formulées, en atteste (120/313 ou 38 % des questions cognitives et 14/24 ou 58 % des questions effectives). Pour l'échantillon retenu, ces stratégies se sont révélées d'un intérêt central aux yeux des analystes financiers, colorant ainsi leurs analyses. Or, ces mesures constituent autant de stratégies qui, du point de vue de la sphère financière, sont susceptibles de générer une augmentation de la valeur actionnariale lorsqu'une entreprise semble dans l'impossibilité de croître de manière endogène ou d'améliorer ses performances étant donné la précarité de l'environnement économique au sein duquel elle opère, ce qui correspondait à la situation d'AbitibiBowater. Dans ce contexte, la consolidation du secteur (fusions et acquisitions), le resserrement du périmètre d'activité (fermetures et ventes d'actifs jugés

non-core) ainsi que la flexibilisation des opérations ajustées en continu aux aléas de l'environnement économique (ralentissement des opérations et fermetures temporaires) deviennent alors, du point de vue de la finance, les stratégies « normales » qui sont attendues de la direction d'une entreprise qui devrait chercher à satisfaire les intérêts de ses actionnaires (Froud et al., 2000a, 2000 b; Zorn, Dobbin et al, 2003, 2006). À cet égard, l'attitude de la direction d'AbitibiBowater fut pour le moins accommodante, voire proactive.

- 33 En effet, au cours de la conférence téléphonique extraordinaire qui fit suite à la fusion d'Abitibi Consolidated et de Bowater, la nouvelle direction annonça d'emblée un ensemble de mesures de rationalisation : la fermeture permanente des usines de papier Belgo (Qc), Dalhousie (NB), Fort Wayne (Ont), Luftkin (Texas) ainsi que la machine numéro 3 de Gatineau (Qc); la fermeture indéfinie des usines de papier Donnacona (Qc), ainsi que les deux scieries Mackenzie (BC); la vente d'un ensemble d'actifs jugés *non-core* totalisant 500 millions \$; finalement, l'ouverture précoce des négociations pour le renouvellement des conventions collectives canadiennes (*Abitibibowater Inc Conference Call*, 2007). En comparaison à l'analyse que nous avons réalisée sur la compagnie Tembec (Duhaim, Hanin, L'Italien et Pineault, 2010), cette attitude proactive explique sans doute la plus faible proportion de questions à portée effective lors des conférences téléphoniques d'AbitibiBowater (7 %) qui s'élevait à 12 % dans le cas de Tembec. Cela dit, la forte proportion de questions cognitives abordant le thème de la rationalisation au cours des trimestres qui ont précédé et fait suite à la fusion témoigne de l'indéniable intérêt que portaient les analystes financiers à ce sujet. Tout au long de ce processus, ceux-ci s'intéressaient de manière prépondérante à la réalisation effective de cet exercice de consolidation et de rationalisation, assurant ainsi un rôle de surveillance en ce qui a trait aux attentes de la sphère financière.

Conclusion

- 34 AbitibiBowater présente les caractéristiques typiques des entreprises monopolistes du secteur des commodités au Canada (Hutton, 2007). Une stratégie de contrôle du marché par croissance externe et une stratégie de capitalisation financière par endettement s'arrime à une politique agressive de contrôle des coûts de production. Dans un contexte où cette filière des commodités est en déclin depuis plusieurs décennies, la restructuration apparaît comme un outil stratégique névralgique permettant d'arrimer l'activité de l'industrie aux aléas du marché des commodités tout en exerçant un certain contrôle sur ce marché par la restriction de la production. Ainsi, la fusion, la faillite et la restructuration ne forment pas une séquence d'évènements dissociés dont l'unité serait fortuite, dont la cause serait extérieure. Au contraire, ils forment un tout indissociable et articulé dans une logique d'ensemble, certes perverse, mais qui relève de la puissance organisationnelle propre aux corporations.
- 35 C'est un modèle d'affaire qui ressemble à s'y méprendre à celui que nous décrit Veblen dès 1904, dans son analyse de l'avènement d'un capitalisme dominé par des corporations monopolistiques aux États-Unis. La corporation qu'est devenu AbitibiBowater aurait traversé le XXe siècle, de fusion en fusion, de restructuration en restructuration, en maintenant essentiellement le même *modus operandi* comme stratégie d'accumulation. Elle se serait déployée dans le triangle institutionnel qui constitue structurellement le capitalisme avancé, liant le développement de la puissance organisationnelle des

corporations à l'accroissement d'un salariat dépendant et à l'extension de l'emprise du capital financier sur l'industrie. L'entrée en crise de ce modèle monopoliste aurait radicalisé certains traits de cette inscription, ainsi la dépendance des communautés de producteurs salariés sur l'entreprise a pris un tournant tragique avec la fermeture d'usines suivie de la destruction du capital fixe productif que les communautés auraient pu mettre en opération sur des bases différentes. La tentative de sortie de crise par endettement a radicalisé l'emprise du capital financier sur l'entreprise. Mais comme nous l'avons montré dans le cas d'AbitibiBowater, cette crise du secteur forestier ne se comprend réellement, qu'en tenant compte de l'avènement d'une logique d'accumulation nouvelle et plus globale, soit la financiarisation du capitalisme avancé.

- 36 Dans le cas spécifique d'AbitibiBowater, cela s'est traduit par une prise de contrôle de l'entreprise par des acteurs spéculatifs juste avant la fusion/faillite/restructuration, soit par des fonds spécialisés dans la valorisation financière de ce type de procès. L'emprise de la finance sur l'entreprise a été consolidée de l'intérieur par la mise en place d'un mode de rémunération de la direction qui fait de l'élite managériale, à toutes fins pratiques, des investisseurs spéculatifs sur le marché des actions de l'entreprise. De même, elle s'est consolidée par le travail de représentation de l'analyse financière sur le fonctionnement de l'entreprise couplé à l'incessante critique des analystes lors des conférences téléphoniques. Une communication qui agit autant sur l'entreprise que sur les perspectives des investisseurs sur les différents marchés des titres. Prise entre ces quatre pôles de la finance actuelle, la stratégie proprement industrielle de la corporation se donne dès lors deux finalités : maintenir des actifs liquides et générer à très court terme des flux de revenus qui valident les anticipations des analystes financiers et produit ainsi cette réalité fantomatique qu'est la « valeur actionnariale ». Ces évolutions ne sont pas propres à AbitibiBowater, ni même aux grandes entreprises du secteur forestier, c'est une transformation qui affecte l'économie canadienne dans son ensemble (Baragar et Seccaraccia, 2008).
- 37 Quant aux impacts qui se rattachent à l'adoption de stratégies industrielles visant la maximisation de la valeur actionnariale dans une perspective à court terme, mentionnons qu'elles entraînent un transfert progressif du risque lié à l'investissement (Morin, 2006). Auparavant assumé par les investisseurs, le risque tend à être transféré aux travailleurs. En effet, puisqu'elles tendent à restreindre le périmètre d'activité autour des opérations qui sont les plus lucratives (soit de manière ponctuelle, par l'arrimage rétroactif de la production aux aléas de l'environnement économique par des fermetures temporaires; soit de manière définitive, par la fermeture permanente des sites de production jugés *non-core*), ce genre de stratégie entraîne une flexibilisation et une précarisation des conditions de travail. Les travailleurs doivent alors assumer l'alternance de phases d'activité et d'inactivité selon les aléas de l'environnement économique ou alors composer avec la menace ou la réalité de mises à pied massives.
- 38 Par rapport aux travaux actuels en économie politique de la financiarisation, notre approche par étude de cas permet l'examen, par-delà l'analyse de la rhétorique concernant la « valeur actionnariale », des processus effectifs et réels de subsumption de la logique industrielle par la logique financière d'accumulation. Poursuivant les analyses méso-économiques de Zorn, Dobbin et al (2006) ainsi que celles de Fligstein (2005), qui ont identifié ce jeu entre processus endogène et exogène de financiarisation des entreprises industrielles, notre travail permet d'enrichir la compréhension socioéconomique des pratiques effectives des acteurs internes et externes aux corporations qui sont

responsables de ce changement de régime d'accumulation. Finalement, il relève le rôle décisif de l'État dans la reproduction des régulations clés de ce régime. La financiarisation serait ainsi également, en partie, une politique économique d'État.

BIBLIOGRAPHIE

- AbitibiBowater Inc. *Conference Call – Final* (2007). Fair Disclosure Wire, Waltham, 29 novembre.
- AbitibiBowater (2010). *Rapport annuel*.
- AbitibiBowater (2008). *Rapport annuel*.
- AbitibiBowater (2007). *Rapport annuel*.
- Baragar, Fletcher et Mario Seccareccia (2008). “Financial Restructuring: Implications of Recent Canadian Macroeconomic Developments”, *Studies in Political Economy*, vol. 82, pp. 61-83.
- Brown, Keith C. et Frank K. Reilly (dir.) (2000). *Investment Analysis and Portfolio Management*, 6^e édition, Montréal, Dryden Press (Harcourt College Publishers), 1242 pages.
- Duhaime, Éric, Frédéric Hanin, François L’Italien et Éric Pineault (2010). « Financiarisation de la stratégie d’entreprise et restructuration de l’industrie forestière. Étude de l’entreprise Tembec », *Recherches sociographiques*, Québec, Département de sociologie, Université Laval, vol. 51, no. 1-2, pp. 125-150.
- Fabozzi, Frank J. et Harry M. Markowitz (dir.) (2002). *The Theory and Practice of Investment Management*, Hoboken (New Jersey), John Wiley & Sons, 894 pages.
- Faucher, Albert, (1965). « Le caractère continental de l’industrialisation au Québec », *Recherches sociographiques*, vol.6, no.3, pp. 219-236.
- Fligstein, Neil (2005). “The End of (Shareholder Value) Ideology ?”, *Political Power and Social Theory*, vol. 17, pp. 223-228.
- Fraser, Lyn M. et Aileen Ormiston (2007). *Understanding Financial Statements*, Upper Saddle River (New Jersey), Pearson Education, 274 pages.
- Froud, Julie, Sukhdev Johal, Adam Leaver et Karel Williams (2006). *Financialization and Strategy: Narrative and Numbers*, Routledge, 416 pages.
- Froud, Julie, Colin Haslam, Sukhdev Johal et Karel Williams (2000a). “Restructuring for Shareholder Value and its Implications for Labour”, *Cambridge Journal of Economics*, no. 24, pp. 771-797.
- Froud, Julie, Colin Haslam, Sukhdev Johal et Karel Williams (2000b). “Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves”, *Economy and Society*, vol. 29, pp. 80-110.
- Hutton, Thomas (2007). “Towards a Post-Staples Future? New Products and New Directions in Canada’s Resource Industries”, *Policy and Society*, vol. 26, no. 1, 2007, pp. 9-29.

Hutton, Thomas (1994). *Visions of a 'Post-Staples' economy: Structural change and adjustment issues in British Columbia*, Vancouver, Centre for Human Settlements, Policy Issues and Planning Responses, University of British Columbia, PI no. 3, 45 pages.

Morin, François (2006). *Le nouveau mur de l'argent : essai sur la finance globalisée*, Paris, Éditions du Seuil, 284 pages.

Orhangazi, Özgür (2007). *Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003*, Amherst, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, Working paper, no. 149, 42 pages.

Orléan, André (1999). *Le pouvoir de la finance*, Paris, Éditions Odile Jacob, 276 pages.

Orléan, André (2004). « Les marchés financiers sont-ils rationnels ? », *Reflets et perspectives de la vie économique*, tome XLIII, pp. 35-41.

Orléan, André (2008). « La notion de valeur fondamentale est-elle indispensable à la théorie financière », *Regards croisés sur l'économie*, no. 3, pp. 120-128.

Pineault, Eric (2008). « Quelle théorie critique des structures sociales du capitalisme avancé ? », *Cahiers de recherche sociologique*, no. 45, pp. 111-130.

Sweezy, Paul avec Paul A. Baran (1966). *Monopoly Capital : An Essay on the American Economic and Social Order*, New York, Monthly Review Press, 1966, 402 pages.

Thorpe, Jocelyn, L. et Anders Sandberg (2007), "Knotty Tales: Canadian Staples and Post-Staples Forest Policy Narratives in an Era of Transition from Extractive to 'Attractive' Industries", *Canadian Political Science Review*, vol. 1, no. 1, pp. 57-72.

Veblen, Thorstein (1965). *Theory of Business Enterprise*, New York, A.M. Kelley, 400 pages.

Zorn, Dirk, Frank Dobbin, Julian Dierkes et Man-Shan Kwok, (2006). "The New New Firm: Power and Sense-making in the Construction of Shareholder Value". *Nordiske Organisationsstudier*. 3.

Zorn, Dirk, Frank Dobbin, Julian Dierkes et Man-Shan Kwok, (2003). "Too Many Chiefs ? : How Financial Markets Reshaped the American Firm", Working paper, Université de Constance, 31 pages.

NOTES

1. AbitibiBowater Inc a annoncé le 11 octobre 2011 qu'elle changeait son nom pour Produits forestiers Résolu, exerçant ses activités sous ce nom depuis le 7 novembre 2011. Elle conserve toutefois le nom de son entité juridique, AbitibiBowater Inc, jusqu'à l'approbation de ce changement par l'assemblée des actionnaires de 2012.

2. Le concept de *staples* renvoie non seulement à l'idée d'une matière première ou d'une ressource naturelle, mais aussi au statut de celle-ci comme *commodity*, c'est-à-dire comme marchandise standardisée dont la circulation est hautement organisée, dont les débouchés sont relativement stables et sécurisés au point où des marchés spéculatifs ont pu être constitués comme plateformes d'échange. Produit de base, matière première, ressource naturelle, sont tous des termes proposés pour traduire *staples*. Nous avons préféré le concept économique de « commodité » emprunté à l'anglais *commodity* parce qu'il semble réunir toutes ces caractéristiques et renoue avec le terme en ancien français.

3. Par exemple, si le marché nord-américain du papier journal était contrôlé dans les années 1920 par l'*International Paper*, c'est parce que cette dernière était devenue une structure financière

spécialisée dans l'acquisition d'usines de pâtes à l'échelle du continent : « le réseau d'usines de la *Canadian International Paper*, fief américain, était une filiale de l'*International Paper*, celle-ci étant elle-même filiale de l'*International Paper & Power*, de Boston. Le réseau comprenait des usines à Trois-Rivières, à Gatineau et à Témiscamingue. » (Faucher, 1965, p. 233).

4. Au Québec, ce fut le cas des usines de Donnacona et Belgo dont les fermetures ont été annoncées en novembre 2007.

5. Produisant aussi des papiers d'impression commerciale et de la pâte à usage commercial, AbitibiBowater devenait du coup le troisième groupe papetier en Amérique du Nord avec 46 % des capacités totales de production du continent et le huitième dans le monde, avec 16 % des capacités mondiales de production. Ayant des actifs sous gestion d'une valeur de 10,3 milliards \$, la corporation gérait désormais 20 000 employés, répartis entre 32 usines de pâtes et papiers, 35 usines de produits du bois aux États-Unis, au Canada, en Angleterre et en Corée du Sud, en plus de détenir plusieurs bureaux commerciaux à travers le monde.

6. Voir à ce sujet Thorstein Veblen (1965).

7. Il est classique dans la littérature de lire que plus de 70 pour cent des fusions et acquisitions dégradent la performance financière des entreprises. Pourtant, cela ne veut pas dire qu'elles sont rejetées par la communauté financière, dès lors qu'elles s'accompagnent d'un meilleur contrôle du marché et de la ressource.

8. La compagnie détient par exemple 80 % des droits de coupe dans la région du Saguenay-Lac-Saint-Jean, pour un total de 6,9 millions de m³ au Québec en 2008.

9. Il faut dire que la plupart des acquéreurs potentiels qui étaient en lice pour l'achat des installations fermées n'étaient nul autre que les communautés elles-mêmes, qui cherchaient précisément à sortir de la dépendance envers le modèle monopoliste en voulant souder la propriété du capital de la société au territoire couvert par elle.

10. Si le processus de restructuration était entamé bien avant l'arrivée de cet acteur financier peu enclin à miser sur les stratégies de long terme, il s'est clairement accéléré à partir de ce moment : les annonces de vente de barrages, de lots forestiers et de fermetures d'usines se sont faites à un rythme soutenu. À ce titre, mentionnons que la vente des barrages hydroélectriques, installations stratégiques pour l'industrie forestière, mais actifs forts prisés sur les marchés nord-américains, a privé la corporation – et les communautés dans lesquelles elle s'est implantée – d'assises matérielles décisives pour développer de nouvelles voies dans la production de produits forestiers à venir.

11. Investissement Québec a accordé un prêt de 100 millions \$ le 17 avril 2009. En 2008, la société avait vendu à Fairfax des billets convertibles pour une valeur de 350 millions \$ à un taux d'intérêt de 8 %. (AbitibiBowater, 2008, p. 119).

12. L'entente avec le gouvernement du Québec signée en 2010 suspend le versement des bonus pendant le processus de restructuration.

13. La synthèse de la méthode et des catégories à l'oeuvre dans l'analyse financière fondamentale que nous présentons ici a été réalisée à partir des ouvrages suivants : Fabozzi et Markowitz, (2002) ; Fraser et Ormiston (2007); Brown et Reilly (2000).

14. L'élaboration des bilans financiers répond à des principes comptables réglementés qui tendent à être uniformisés internationalement (*Generally Accepted Accounting Principles*), facilitant ainsi la mise en comparaison des bilans financiers des différentes entreprises. À cet égard, le Bureau des standards comptables internationaux travaille à la mise sur pied et à la promotion de principes comptables internationalement reconnus, c'est-à-dire les normes internationales d'information financière. Déjà appliqué par les pays de l'Union européenne, le Canada s'est engagé à les mettre en application à partir de 2011. De même, le Bureau des standards comptables internationaux travaille actuellement à l'établissement d'une convergence avec les principes appliqués aux États-Unis (Fraser et Ormiston, 2007).

15. Notons que, dans cette analyse, si les formes des questions constituent des catégories exclusives, les thèmes abordés lors de celles-ci ne l'étaient pas. Quelques thèmes pouvaient ainsi être abordés conjointement lors d'une même question. À titre d'exemple, il nous faut ainsi comprendre que 134 questions abordaient, entre autres, le thème de la rationalisation, et non que 134 questions portaient, de manière exclusive, sur ce thème. Pour de plus amples renseignements sur la méthode employée : Duhaime, Hanin, L'Italien et Pineault (2010).

16. Il faut ajouter qu'une minorité d'analystes financiers spécialisés dans le secteur forestier couvrent, pour le compte d'une poignée de firmes financières, l'essentiel des entreprises qui oeuvrent dans ce domaine en Amérique du Nord. Par ailleurs, ces mêmes analystes agissent de plus en plus comme spécialistes invités à commenter l'évolution du secteur forestier aussi bien dans les médias qu'au sein des diverses rencontres et colloques de ce secteur. Les représentations qu'ils cultivent en ce qui concerne les problématiques rencontrées par les entreprises forestières ainsi que les pistes de solution et les stratégies qu'ils préconisent tendent ainsi à s'imposer comme discours dominant à l'ensemble du secteur.

RÉSUMÉS

L'article examine le processus de financiarisation des grandes entreprises nord-américaines du secteur forestier à travers l'étude de cas d'une des plus grandes corporations en Amérique du Nord, et plus particulièrement au Québec, AbitibiBowater (Produits forestiers Résolu). Notre apport consiste à analyser le processus de la financiarisation à la fois d'un point de vue externe, par l'analyse des relations avec les analystes financiers, et d'un point de vue interne, par l'analyse du modèle d'affaires de l'entreprise. Il s'agit également de montrer que la financiarisation est un processus global qui touche même les activités à faible valeur ajoutée basées sur le contrôle du marché pour les débouchés et sur le contrôle de la ressource pour l'approvisionnement (modèle des *staples*). L'analyse de la financiarisation permet ainsi de repenser les liens entre l'activité industrielle et la sphère financière.

This article examines the financialization of major North American corporations in the forest products sector through the case study of one of North America's largest corporations AbitibiBowater (Resolute Forest Products). Our contribution consists in analyzing the financialization process from both an external point of view, focusing on the relations between the corporation and financial analysts, and from an internal point of view, through the analysis of the company's business model. We demonstrate that financialization is a global process which concerns even the least value added activities based on the control of markets and resources. This analysis of financialization allows us to rethink the links between industrial activity and financial markets.

INDEX

Mots-clés : financiarisation, modèle d'affaires monopoliste, analystes financiers, restructurations

Keywords : financialization, business model, financial analysts, industrial restructuring

AUTEURS

FRANÇOIS L'ITALIEN

Département de sociologie, pavillon Charles-de Koninck, Université Laval, francois.litalien.1@ulaval.ca

FRÉDÉRIC HANIN

Professeur au département des relations industrielles de l'Université Laval
frederic.hanin@rli.ulaval.ca

ÉRIC DUHAIME

Université du Québec à Montréal, duhaime_eric@hotmail.com

ÉRIC PINEAULT

Professeur au département de sociologie à l'Université du Québec à Montréal,
pineault.eric@uqam.ca