Trivium

Revue franco-allemande de sciences humaines et sociales - Deutsch-französische Zeitschrift für Geistes- und Sozialwissenschaften

28 | 2018

Capitalisme

Qu'est-ce que le capitalisme financier ?

Paul Windolf

Traducteur : Isabelle Bourgeois

Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/trivium/5727>

DOI : 10.4000/trivium.5727

ISBN : 1963-1820

ISSN : 1963-1820

Éditeur

Les éditions de la Maison des sciences de l'Homme

Référence électronique

Paul Windolf, « Qu'est-ce que le capitalisme financier ? », *Trivium* [En ligne], 28 | 2018, mis en ligne le 30 juillet 2018, consulté le 10 décembre 2020. URL : <http://journals.openedition.org/trivium/5727> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/trivium.5727>

Ce document a été généré automatiquement le 10 décembre 2020.

Les contenus de la revue *Trivium* sont mis à disposition selon les termes de la Licence Creative Commons Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale - Pas de Modification 4.0 International.

Qu'est-ce que le capitalisme financier ?

Paul Windolf

Traduction : Isabelle Bourgeois

NOTE DE L'ÉDITEUR

Nous remercions M. Paul Windolf de nous avoir accordé l'autorisation de traduire ce texte pour le présent numéro.

Wir danken Herrn Paul Windolf für die freundliche Genehmigung, diesen Artikel in französischer Übersetzung zu publizieren.

I. Le capital financier de Hilferding

- 1 Les actions et le crédit sont des outils de financement des entreprises. Dans les modèles macro-économiques, ces outils se trouvent réduits à une simple transaction entre le marché financier et une entreprise¹. Une analyse détaillée révèle toutefois que les outils de financement font partie intégrante d'un système institutionnel.
- 2 Les créanciers et les actionnaires d'une entreprise disposent de droits d'information, d'injonction et de contrôle variables selon les instruments financiers. C'est la raison pour laquelle, dans les États où les entreprises recourent majoritairement au crédit (comme l'Allemagne ou le Japon), on observe d'autres formes de « *corporate governance* » que dans ceux où elles se financent essentiellement par des actions (États-Unis, Royaume-Uni)². Les différents types de capitalisme ne résultent pas seulement des configurations institutionnelles variables en matière de marché du travail ou d'État providence, mais également en matière de marché financier.
- 3 Rudolf Hilferding a été l'un des premiers à étudier systématiquement le lien entre le crédit et les institutions du marché financier. Il démontre que, en octroyant des crédits d'investissement à une entreprise, une banque se lie à *long terme* à celle-ci. Il en résulte

pour la banque un « intérêt durable » à contrôler et à tenir sous contrôle cette entreprise afin de « garantir une utilisation conforme du crédit³ ». La banque dispose de toute une série d'instruments de contrôle pour s'assurer sa suprématie. En font partie par exemple la présence de directeurs de banque au sein du conseil de surveillance de l'entreprise débitrice, le droit de vote correspondant et – en situation de crise – la conversion des créances en actions. La banque devient ainsi propriétaire de l'entreprise et peut intervenir directement dans la stratégie des instances dirigeantes d'une société par actions⁴.

- 4 Dans un article publié en 1915, Hilferding est allé un peu plus loin : « Le capital financier – le contrôle de l'industrie organisée en monopole par le petit nombre de grandes banques – a tendance à réduire l'anarchie de la production et présente en germe les éléments d'une métamorphose de l'ordre économique anarchiste-capitalistique en un capitalisme organisé⁵. » Hilferding voyait dans le capital financier – représenté par les grandes banques universelles – un catalyseur et un accélérateur de la concentration du mode de production du capitalisme. Le capital financier jouait un rôle déterminant pour surmonter une concurrence anarchique, pour consolider les cartels et enfin pour stabiliser un « capitalisme organisé ». « Le formidable renforcement du capitalisme par le pouvoir de son organisation » était un processus dont Hilferding pensait qu'il générerait un ordre économique socialiste⁶.
- 5 Les analyses du capital financier faites par Hilferding contiennent nombre d'exagérations et d'erreurs. Diverses études de cas ont par exemple démontré que la relation entre banques et entreprises ne se caractérisait que rarement par une forte dépendance *unilatérale*⁷. Quant à la thèse selon laquelle le capitalisme organisé serait une étape transitoire vers le socialisme, elle a été réfutée par la crise économique mondiale de 1929 et le régime nazi⁸.
- 6 Quoi qu'il en soit, on trouve aussi dans « Le capital financier » de Hilferding une analyse révélatrice de la *structure institutionnelle d'un instrument financier*. Hilferding démontre en effet que le crédit bancaire s'insère dans un ensemble d'institutions et que ces institutions font partie intégrante d'un système interdépendant qu'il a nommé « capitalisme organisé ».
- 7 Les banques qui octroient des crédits tentent d'imposer aux entreprises une forme spécifique de rationalité économique qui découle de la nature même du crédit en tant qu'instrument de financement. La banque n'a aucun intérêt à ce que ses débiteurs mènent une stratégie de maximisation du profit (ce qui s'accompagne d'une prise de risque relativement élevée). Ce qui l'intéresse au contraire, c'est de s'assurer que l'entreprise présente une *capacité de remboursement* fiable. Cet intérêt de la banque se comprend si l'on observe la nature juridique d'un contrat de crédit :
- 8 Pour le crédit octroyé, les banques obtiennent un taux d'intérêt *fixe*. Si une entreprise optait pour des innovations à haut risque et qu'elle se voyait contrainte de déclarer faillite suite à ce choix, la banque prêteuse serait elle aussi menacée dans son existence, alors que si de telles innovations à haut risque étaient couronnées de succès, la participation de la banque au rendement extraordinaire et démesuré serait très limitée⁹. Les préférences d'une banque prêteuse sont assez simples à décrire : l'intérêt de la banque est la constitution de marchés cartellisés qui, en limitant la concurrence, stabilisent sur le long terme la rentabilité des entreprises ; face à l'entreprise débitrice, la banque est également un partenaire contractuel montrant une grande aversion du risque et qui cherche à dissuader les dirigeants d'entreprendre des affaires à haut

risque. Les crédits bancaires sont un capital d'une grande patience, soucieux de contrôler et montrant une grande aversion du risque¹⁰.

- 9 Ces différences entre les types de financement trouvent également leur reflet dans le système juridique d'un État. Les normes comptables dont l'objectif premier est la protection des prêteurs de crédit (et bien moins celle des actionnaires minoritaires) ou les lois réglementant les marchés financiers et qui protègent plutôt les dirigeants des sociétés que leurs actionnaires, ne sont que deux exemples du lien unissant « *Law and Finance*¹¹ ». Le type dominant du financement des entreprises dans un État marque également son mode spécifique de « *corporate governance*¹² ».

II. Le capitalisme financier

- 10 En comparaison avec le capitalisme organisé, le système institutionnel que nous appelons ici « capitalisme financier » présente une tout autre configuration. L'instrument financier prédominant n'y est pas le crédit, mais l'action¹³. Et les relations entre le marché financier et l'économie réelle ne sont pas déterminées par un « *relational contracting* » qui serait conclu entre une entreprise et sa « banque maison » (*Hausbank*^a), mais par le mode de fonctionnement des marchés financiers mondiaux.
- 11 Les acteurs clés dans ce système sont les fonds de pension et d'investissement qui détiennent aujourd'hui aux États-Unis environ 60 % des actions des 1 000 principales sociétés par actions. Les 20 plus grands fonds d'investissement détiennent quelque 40 % des actions¹⁴. Pris collectivement, les fonds d'investissement sont l'actionnaire majoritaire et peuvent « prendre le contrôle » des entreprises concernées. Leur instrument de contrôle n'est pas le crédit, mais les droits de propriété qu'ils peuvent faire valoir en qualité d'actionnaire.
- 12 Il existe des centaines de fonds d'investissement, et la relation entre eux est marquée par une concurrence exacerbée pour attirer les dépôts des épargnants. Les performances des fonds d'investissement se laissant périodiquement mesurer avec précision, ceux-ci encourent le risque de voir leurs clients retirer leurs dépôts s'ils reculent dans le palmarès de la course à la maximisation des profits¹⁵.
- 13 À la fin des années 1960, les économistes partageaient largement l'approche selon laquelle la stratégie des dirigeants des grandes sociétés par actions ne visait pas la maximisation des profits, mais simplement à réaliser des gains « satisfaisants » ; son objectif premier était la *croissance*¹⁶. La séparation entre droits de propriété et de contrôle dans les grandes sociétés par actions protégeait leurs dirigeants des velléités de prise d'influence des actionnaires et leur assurait une large autonomie¹⁷.
- 14 En 1960, aux États-Unis, 88 % du capital-actions se trouvaient encore aux mains de petits actionnaires et de familles¹⁸. Ces propriétaires n'étaient pas soumis à une course au dividende le plus élevé. Dans une certaine mesure, le capital-actions de ces petits porteurs était lui aussi un capital « patient » ou pérenne. Un bon indicateur en est la vitesse à laquelle s'effectuent les transactions boursières. En 1960, à la bourse de New York, elle s'élevait à 12 %, ce qui signifie que les porteurs tenaient leurs actions en moyenne durant 8,3 ans. En 1987, la fréquence moyenne était grimpée à 73 % ; les porteurs vendaient leurs actions au bout de 1,4 ans seulement¹⁹.
- 15 L'arrivée de la « *shareholder value* » s'est accompagnée d'un changement de stratégie. La priorité des dirigeants n'est plus la croissance, mais désormais la *maximisation des*

profits. Les fonds d'investissement transmettent aux entreprises la pression de la concurrence qu'ils subissent sur les marchés financiers. Les scissions et restructurations des grands conglomérats aux États-Unis, la concentration sur le cœur de métier et l'orientation sur le cours des actions sont autant d'indicateurs révélant ce changement de stratégie.

- 16 Il nous est maintenant possible de décrire plus précisément la configuration institutionnelle du capitalisme financier : il s'est opéré une re-concentration du capital chez les fonds d'investissement. Ces « nouveaux » propriétaires se livrent une course acharnée au rendement et forcent ainsi les dirigeants des sociétés par actions à produire un rendement des capitaux propres élevé. Les parts détenues par les fonds d'investissement ne sont que de 2 à 3 % dans chaque société, mais ils peuvent les revendre à chaque instant, et disposent donc d'importantes liquidités. La fréquence élevée des transactions boursières se traduit par un renouvellement du « tour de table » des actionnaires d'une société tous les deux ans.
- 17 En février 2005, les agences de presse annonçaient que la Deutsche Bank viserait pour 2005 un taux de rendement des capitaux propres de 25 % – un seuil que dépasseraient la plupart de ses concurrents mondiaux (en 2004, le taux de rendement des capitaux propres s'élevait à 16 %). Parallèlement, la Deutsche Bank annonçait des plans de restructuration se soldant par la suppression de 6 000 emplois. Le groupe Siemens déclarait pour 2004 un taux de rendement des capitaux propres de 16 %. Une autre dépêche d'agence affirmait que 57 % des actions de Siemens se trouveraient désormais aux mains d'investisseurs étrangers (essentiellement des fonds d'investissement)²⁰.
- 18 La concurrence entre les banques bailleuses de fonds se solde en tendance par une baisse des taux d'intérêts et ainsi par une baisse du coût des capitaux. La réduction du risque entrepreneurial reste dans l'intérêt des banques. La course à la maximisation du profit que se livrent les fonds d'investissement se traduit en tendance par une *hausse* des coûts des capitaux. Or le capital marchand d'une société par actions se compose de ses fonds propres et de capital étranger. Pour ses fonds propres, le groupe Siemens doit réaliser un rendement de 16 %, le recours à un crédit à long terme lui reviendrait moins cher.
- 19 Les entreprises ou les parties d'entreprises qui, bien que générant des « profits », ne peuvent tenir leur rang dans la course mondiale au rendement, tombent sous le verdict dont la représentante de la Fédération allemande pour la protection des détenteurs de titres^b, Daniela Bergdoldt, a donné cette définition concise : « *Fix it, sell or close*²¹. »
- 20 Alors que les institutions du capitalisme organisé tendent à réduire la pression de la concurrence, dans le capitalisme financier s'observe à l'inverse un renforcement progressif de celle-ci. La force motrice de ces tendances émane des marchés financiers mondiaux et de leurs acteurs se livrant à une concurrence effrénée.

Plan de l'article

- 21 Dans les parties III et IV sera analysé le *fonctionnement des marchés boursiers*. Les marchés boursiers fixent les conditions à la stratégie poursuivie par les actionnaires des sociétés par actions (fonds d'investissement). Nous démontrerons que l'opération principale des marchés boursiers est la capitalisation ; que cette capitalisation crée des capitaux fictifs ; et que les capitaux fictifs développent structurellement une logique forçant l'opportunisme des acteurs des marchés boursiers. La partie V se concentre sur les

acteurs centraux du capitalisme financier que sont les fonds d'investissement. Ces acteurs ont le choix entre les options « *exit* » et « *voice* ». Chaque fond d'investissement est un conglomérat de styles d'investissement qui se distinguent entre eux par le niveau de risque et la fréquence avec laquelle sont revendues les actions (*exit*). Dans la partie VI, nous analyserons les principaux acteurs de liaison (« *boundary roles* ») du marché boursier que sont les analystes et les agences de notation. Le rôle central de ces institutions réside dans le fait qu'ils transforment les incertitudes en risque. Nous démontrerons le caractère fictif de cette transformation. Les marchés boursiers n'opèrent pas en fonction d'attentes, mais d'attentes sur les attentes. Dans les parties VIII à X seront analysés les mécanismes de transfert qui répercutent la logique opérationnelle des marchés boursiers au sein de l'organisation interne des entreprises (financiarisation des entreprises). Ces mécanismes de transfert sont les OPA hostiles, le marché du contrôle des sociétés et les stock-options des dirigeants.

III. Le fonctionnement des marchés boursiers : la capitalisation

- 22 Les marchés financiers sont le produit de la division continue du travail et de la différenciation croissante des fonctions dans l'économie moderne. Le principe de la différenciation fonctionnelle se prolonge au sein des sous-systèmes de la société, reproduisant la problématique du système-environnement à l'échelon des sous-systèmes. Dans ce processus, l'économie « réelle » se transforme en « environnement » pour les marchés financiers, cependant que ces derniers gagnent en autonomie par rapport à leur environnement, rompant progressivement leurs liens avec l'économie réelle.
- 23 Dans l'économie réelle se produisent et s'échangent des biens et des services ; sur les marchés financiers s'échangent des *promesses de paiement*. Les marchés de produits sont orientés vers le passé : un processus de production passé doit faire ses preuves sur le marché. Les promesses de paiement (actions) sont orientées vers l'avenir : ce qui est en jeu, c'est la somme des revenus futurs attendus par les actionnaires d'une société. Nous développerons ci-dessous trois thèses :
- L'opération centrale des marchés financiers est la *capitalisation*, c'est-à-dire la fixation de la valeur escomptée d'une promesse de paiement.
- Les marchés financiers n'opèrent pas avec des attentes, mais avec des *attentes sur les attentes*.
- Sur les marchés financiers, il n'est pas possible de réduire dans le réel la complexité de la valeur d'usage, mais seulement de manière fictive. C'est pourquoi le cours d'une action ne peut représenter qu'un *capital fictif*.
- 24 Marx²² avait défini la marchandise comme l'union entre sa valeur d'usage et sa valeur d'échange. Toute marchandise a une valeur d'usage, c'est-à-dire qu'elle doit satisfaire un besoin concret. Elle a en outre une valeur d'échange qui est fonction du travail incarné par cette marchandise. La valeur d'échange s'impose nécessairement sur le marché. Une marchandise sans valeur d'usage n'a pas non plus de valeur d'échange. L'utilité de la marchandise (pour couvrir un besoin financier) constitue toujours une condition restrictive à la création de valeur.

- 25 Nous aborderons ici le concept de valeur d'usage sous un angle plus large. Il recouvre alors l'ensemble du processus de production au cours duquel est créée une valeur d'usage concrète. Entrent dans ce processus les compétences techniques et l'expérience pratique employées ; la capacité à fournir la matière première et les machines dans les quantités requises ; la motivation des ouvriers et l'attention portée au personnel comme le soin apporté à l'entretien des machines. Tout ceci se traduit dans la qualité du produit et est la condition préalable essentielle de la valeur d'usage de la marchandise²³.
- 26 Sur le marché, la complexité du processus de production avec toutes ses contingences est ramenée à un nombre : le prix. Le prix qu'un acquéreur est prêt à payer constitue une réponse au même endroit et au même moment (principe du *uno actu*) à la question de savoir si le processus de production a été couronné de succès (qualité) et s'il n'a requis que le temps de travail socialement nécessaire pour sa réalisation. Le marché agit donc comme une machine à réduire la complexité d'une grande efficacité. En d'autres termes : « *The market is a marvel*²⁴. »
- 27 Le marché des biens est une instance de contrôle de *premier* rang. Chaque marchandise produite doit, pour que sa valeur devienne réalité, réussir le test sur le marché, c'est-à-dire qu'elle doit trouver un acquéreur solvable. L'acte d'achat et la valeur d'échange ainsi réalisée est la validation *de fait*²⁵ de l'efficacité de processus de production antérieurs.
- 28 Le marché financier est une instance de contrôle de *second* rang. Alors que sur le marché des biens se décide dans *chaque cas* si un processus de production a prouvé son efficacité économique et si une valeur d'usage a effectivement été créée, le marché financier se contente dans un premier temps de déterminer si la moyenne de *toutes* les transactions effectuées sur une période équivaut à un succès, c'est-à-dire si la société concernée s'est montrée rentable ou non durant la période écoulée. Pour évaluer le *passé* d'une société, les investisseurs n'ont pas à tenir compte de la complexité de la valeur d'usage (au sens large décrit ci-dessus). Le marché des biens s'est déjà chargé de réduire cette complexité. Si les bilans n'ont pas été falsifiés, le marché financier est en mesure de se prononcer sans équivoque : la société *était* rentable ou elle ne l'était pas.
- 29 Or les marchés financiers sont orientés vers l'avenir. Pour expliquer cela, il faut commencer par définir le concept de capitalisation. La capitalisation n'est rien d'autre que l'inversion de la formule de calcul du taux d'intérêt. La base de la formule de calcul du taux d'intérêt est une somme d'argent, le taux d'intérêt (par ex. 5 %) est donné, et le résultat du calcul est le produit d'intérêts.

$$\text{Calcul du taux d'intérêt : } \frac{200 \text{ euros} \times 5}{100} = 10 \text{ euros (produit d'intérêts)} \quad (1)$$

$$\text{Capitalisation : } \frac{10 \text{ euros}}{5} \times 100 = 200 \text{ euros (investissement)} \quad (2)$$

Dans le cas de la capitalisation, la base est le rendement, c'est-à-dire la promesse de paiement : quel profit la société réalisera-t-elle l'an prochain ? Quand on pondère ce profit avec un taux d'intérêt (par ex. 5 %), on obtient la capitalisation, c'est-à-dire le prix qu'on est prêt à payer pour une promesse de paiement.

- 30 Dans cette formule de calcul, il existe deux inconnues : premièrement, comment l'investisseur peut-il savoir quel profit la société réalisera au cours de l'année à venir ? *Le calcul prévisionnel du profit futur est compromis par toute la complexité de la valeur d'usage (au sens large) et toutes les contingences entrant dans sa détermination.* Deuxièmement, quel taux d'intérêt choisir comme hypothèse pour l'évaluation du coût moyen du capital ?
- 31 Les marchés financiers transforment les incertitudes en risque. Dans chaque cas où est fixé le cours d'une action, la réduction de la complexité de la valeur d'usage est opérée de fait. Les marchés financiers ne peuvent fixer le prix d'une promesse de paiement future (= cours) que si le total des revenus à venir est pondéré par un facteur de risque. Il leur faut calculer la *valeur escomptée* de la somme des revenus futurs. C'est dans le calcul de cette valeur escomptée qu'intervient l'opération centrale du marché financier.
- 32 Revenons à l'équation (2) de la capitalisation. La société prévoit un rendement de 10 euros (par action). Pour établir cette prévision, la société ne peut pas se référer au marché des produits, celui-ci se contentant de réduire la complexité des processus de productions *passés*. La prévision est grevée par toutes les contingences influant sur les processus de production futurs. Les investisseurs savent cela et pondèrent donc le revenu prévisionnel du facteur 0,8 ; c'est-à-dire qu'à *l'instant présent* ils prennent pour hypothèse que le revenu prévisionnel sera réalisé avec une probabilité de 0,8. C'est dès lors ainsi qu'est fixé le cours de l'action : $(0,8 \times 10 \text{ euros}/5) \times 100 = 160$. Cette estimation peut être rejetée dans la minute qui suit.
- 33 La deuxième inconnue de l'équation (2) est celle du coût moyen du capital pour l'année suivante. Celui-ci dépend entre autres de la décision sur les taux d'intérêt que prendront les banques centrales²⁶. Ce n'est que lorsque ces deux « inconnues » sont déterminées que le cours des actions peut être calculé à l'aide de la formule de calcul de la capitalisation (2). Marsh parvient à la conclusion suivante : « *The problem with this procedure is that it can provide you with any answer you want*²⁷. »
- 34 Nous constatons ici un problème fondamental inhérent aux marchés financiers : pour évaluer le rendement futur d'une société, le marché financier ne peut pas se référer au marché des produits où la complexité de la valeur d'usage (au sens défini plus haut) se trouve réduite par la fixation du prix et la vente. Les analystes sont contraints d'effectuer une prévision quant à l'évolution future de ces opérations du marché. Les marchés financiers doivent tenir compte de toutes les contingences potentielles susceptibles d'influer sur le processus de production :
- 35 Est-ce qu'au cours de l'exercice à venir, il y aura des grèves chez Peugeot ? Est-ce que l'Autorité de santé américaine va autoriser la mise sur le marché du médicament X du laboratoire Schering ? Est-ce que l'Iran (marché principal à l'export d'une société de construction mécanique sise dans le Land de Bade-Wurtemberg) sera encore un pays politiquement stable dans un an ? Comment auront évolué les ventes de la société de logiciels professionnels de la société SAP dans deux ans ?
- 36 Pour juger de la rentabilité future d'une société, il n'est pas possible de se référer à la machine à réduire la complexité qu'est le marché des produits. Les marchés financiers sont dès lors confrontés uniquement à la complexité de l'environnement, ce qui les oblige à recourir à des marchés de substitution afin de pouvoir transformer l'incertitude en risque.

- 37 Hayek²⁸ fait valoir que l'économie planifiée socialiste est condamnée à échouer notamment du fait d'un problème d'information. Personne en effet ne peut savoir combien d'acier sera consommé l'an prochain ni combien de pantalons noirs les consommateurs achèteront au cours de la prochaine saison. Or c'est justement ce que doivent pouvoir prévoir les marchés financiers lorsqu'ils cherchent à déterminer la profitabilité future d'une aciérie ou d'une usine d'habillement.
- 38 Aussi efficaces que puissent être les marchés financiers, il n'existe aucun mécanisme capable de transformer ces incertitudes en risque, c'est-à-dire en une probabilité chiffrable avec précision permettant d'escompter les rendements futurs. Il n'est pas possible aux marchés financiers de transformer « réellement » les incertitudes en risque, mais seulement de manière fictive. C'est la raison pour laquelle toute capitalisation ne représente jamais qu'un capital fictif²⁹.
- 39 Fama donne la définition suivante de l'efficacité des marchés financiers : « *I take the market efficiency hypothesis to be the simple statement that security prices fully reflect all available information*³⁰. » Les marchés financiers sont donc des machines à traiter l'information, et en tant que telle, ils œuvrent – tout comme les marchés de produits – à la réduction de la complexité. Il convient toutefois de préciser ce que signifie « *market efficiency* » dans ce contexte. Berle et Means décrivent ainsi le traitement de l'information sur les marchés financiers :
- « [...] *the market has collected around itself a tremendous mechanism for collection and dissemination of facts [...] from moment to moment, through the various ticker services constantly pour into the market a running narrative of facts, figures, amounts, opinion, and information of all sorts, which does or is thought to bear upon values of the securities traded in. Naturally much of what is disclosed is not necessarily true; and much of what is true never reaches the market*³¹. »
- Dans la plupart des cas, les marchés financiers ne sont pas en mesure d'évaluer avec une précision suffisante les chaînes d'impact à venir des événements actuels. Il leur est impossible de savoir si une hausse de 4 % du prix du pétrole aura *réellement* un effet négatif sur la vente de véhicules automobiles ou si un attentat terroriste tempérera effectivement l'envie de voyager des touristes au cours de la saison prochaine. Le marché financier traite « *information of all sorts, which does or is thought to bear upon values of the securities* » (souligné par l'auteur)³².
- 40 Selon Luhmann, la capacité interne de traitement d'un système est dans de nombreux cas sollicitée à l'excès par la complexité de l'environnement. Elle doit donc être internalisée sous la forme de substituts abstraits : « Cela ne peut cependant pas s'effectuer sous la forme d'un balayage d'une grande exactitude ni d'un transfert point par point. Dans aucun système, les dispositifs de contrôle n'ont cette capacité. Le système de référence doit donc recourir à la complexité de systèmes d'environnement hautement complexes sous la forme d'abstractions non analysées³³. »
- 41 Keynes a décrit une telle abstraction lorsqu'il comparait les marchés boursiers à un « concours de beauté » (« *beauty contest* ») :
- « [...] *professional investment may be likened to those newspaper competitions in which the competitors have to pick out the six prettiest faces from a hundred photographs, the prize being awarded to the competitor whose choice most nearly corresponds to the average preferences of the competitors as a whole; so that each competitor has to pick, not those faces which he himself finds prettiest, but those which he thinks likeliest to catch the fancy of the other competitors, all of whom are looking at the problem from the same point of view. It is not a case of choosing those which, to the best of one's judgement, are really the prettiest, nor even those which average opinion genuinely thinks the prettiest. We have*

reached the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be. And there are some, I believe, who practise the fourth, fifth and higher degrees³⁴. »

Keynes décrit ici avec précision la problématique de la double contingence – et des boucles récursives infinies d'observation réciproque (« *the fourth, fifth and higher degrees* ») qui en découlent.

- 42 La capitalisation, c'est-à-dire la valeur attendue d'une somme de revenus à venir, décide du prix des actions. Nous avons exposé que cette valeur attendue ne pouvait être estimée avec une précision suffisante que si le marché financier était en mesure de traiter la complexité globale de la valeur d'usage et toutes les contingences de la production à venir. Nous avons exposé dans un deuxième temps qu'aucun système d'information n'était en mesure de le faire. Keynes décrit le succédané, « l'abstraction non analysée », qui intervient en lieu et place d'une internalisation de la complexité impossible à opérer.
- 43 Quand ce flux infini d'informations qu'évoquent Berle et Means atteint les marchés financiers, ceux-ci ne vont pas chercher à savoir dans quelle mesure la hausse ou la baisse des prix pétroliers (ou du dollar), le décès d'un homme d'État, une grève ou la chute du prix du café pourraient influencer sur la profitabilité de la société X. Il est en effet impossible de procéder *ad hoc*³⁵ à une évaluation fiable de tels effets. Ils cherchent plutôt à prévoir avec précision comment les autres acteurs du marché vont réagir à de tels événements. Cela vaut pareillement pour les autres acteurs du marché. Tous vont chercher à savoir « *what average opinion expects the average opinion to be* » : acheter ou vendre³⁶ ?
- 44 Investisseurs et analystes se trouvent comme face à deux miroirs qui reflètent leurs réactions à l'infini. La fixation des prix sur les marchés boursiers s'effectue – *ad hoc* et spontanément – non pas sur la base de leurs propres attentes quant à la profitabilité future d'une société (celle-ci est largement inconnue), mais sur la base d'attentes.
- 45 I/B/E/S³⁷, une institution du marché financier américain, publie en continu les évaluations moyennes des « *earnings per share* » des grandes sociétés par actions que réalisent les analystes. Par le biais de la publication de ces évaluations moyennes qui prennent en compte les attentes de tous les analystes, l'attente d'attentes devient en quelque sorte officielle. Ensuite, les analystes n'ont plus qu'à s'y référer pour décider s'ils maintiennent leurs propres prévisions sans s'écarter des attentes d'attentes (*herding*) ou s'ils publient avec calcul des anticipations divergentes (*boldness*)³⁸.
- 46 Pour conclure, nous constatons que les acteurs du marché financier s'observent mutuellement dans leurs attentes d'attentes, générées par un flux continu d'informations. C'est sur cette base qu'est estimé le facteur de risque, permettant de fixer *ad hoc* le prix d'une promesse de paiement (cours d'action). En ce sens, les marchés financiers sont des machines de traitement de l'information efficaces. La complexité de la valeur d'usage ne se trouve toutefois réduite que de manière fictive (abstraction non analysée).
- 47 Shiller (2000) a démontré dans diverses publications que la volatilité (variance) des cours des actions est nettement supérieure à la volatilité des dividendes (rendement des sociétés). Dans le cadre argumentaire que nous venons d'exposer, cette conclusion est plausible. Le rendement d'une société dépend en effet des choix d'investissement effectués au cours des périodes précédentes comme des évolutions constatées sur les marchés de produits (phénomène de *path-dependence*). À l'inverse, la volatilité des cours

provient d'une réduction fictive de la complexité et se nourrit d'attentes susceptibles de changer *ad hoc*. Ces changements spontanés se reflètent dans le « *random walk* » des cours des actions (forte volatilité).

- 48 Si se vérifie la thèse selon laquelle les marchés financiers ne sont pas en mesure de prendre suffisamment en compte la complexité des valeurs d'usage ainsi que les contingences afférentes, et qu'en lieu et place ils recourent à des succédanés de marchés (attentes d'attentes), alors cela permettrait d'expliquer l'autonomie relative des marchés financiers, de même que leur déconnexion de l'économie « réelle³⁹ ». La « sur- » ou « sous-valorisation » du marché boursier qui s'observe de manière cyclique et récurrente n'est pas une réaction irrationnelle (qu'il serait possible de remplacer par une réaction rationnelle), mais de tels décalages résultent de la dynamique inhérente à l'effet de miroir (« *looking-glass-effect* »)⁴⁰. Le marché amplifie en permanence *ses propres* attentes – que ce soit dans un sens ou dans un autre. Le marché financier cote des abstractions non analysées – qu'il n'est d'ailleurs pas possible d'analyser –, et qui peuvent être très éloignées de l'économie réelle.
- 49 Il n'est cependant pas possible d'en conclure que les marchés boursiers pourraient s'éloigner *ad libitum* des valeurs de l'économie réelle. Car ils sont toujours reconnectés *post hoc* à l'économie réelle, c'est-à-dire après la publication des bilans révélant la profitabilité des sociétés au cours de l'exercice (ce qu'il est convenu d'appeler les « données fondamentales »). Mais alors, le marché boursier se préoccupe déjà du « prochain » avenir.
- 50 La citation de Keynes, qui remonte à 1936, révèle que les marchés boursiers fonctionnaient déjà selon le mode décrit plus haut au début du XX^e siècle. Quelle est dès lors la pertinence de ce constat pour l'analyse des institutions du capitalisme financier qui est le propos de la présente contribution ?
- 51 Berle et Means (1997) sont les auteurs de la célèbre formule de la « séparation de la propriété et du contrôle » : dans les sociétés par actions détenues par des centaines de milliers d'actionnaires, les petits porteurs se trouvent dans l'impossibilité de faire valoir leurs droits de propriété et de contrôle. Les paradoxes de « l'action collective » ont pour conséquence que c'est le management, soit le petit groupe hautement professionnel et organisé des dirigeants, qui exerce en réalité le contrôle des sociétés par actions. Et c'est justement du fait de la séparation de la propriété et du contrôle que les grandes sociétés échappaient largement aux turbulences des marchés boursiers (autonomie du management). Les dirigeants pouvaient se contenter de rassurer les petits porteurs en leur versant des dividendes « satisfaisants ». Une argumentation différente mais aboutissant à la même conclusion s'applique aux entreprises dont le capital est fortement concentré, ce qui est (était) le cas par exemple de la majorité des entreprises allemandes : les actionnaires majoritaires sont en mesure de définir leur stratégie en pleine autonomie et ne sont pas exposés aux turbulences des marchés boursiers. Les actions des entreprises ayant un actionnaire majoritaire ne se négocient qu'en petites quantités sur les marchés boursiers (*free float*).
- 52 Il n'en va pas de même lorsque la majorité des actions est détenue par des fonds d'investissement, par définition soumis à la logique des marchés financiers. Aucun fonds d'investissement n'est actionnaire majoritaire, mais les vingt plus grands d'entre eux sont un acteur stratégique, en mesure de contrôler ou tout du moins d'exercer son influence sur le management des grandes sociétés par actions. La concurrence sur les marchés amène les fonds d'investissement à prendre des décisions allant toutes dans le

même sens : celui de la maximisation des profits. La thèse centrale est celle-ci : les « nouveaux » propriétaires des grandes sociétés par actions sont contraints de se conformer à la logique de fonctionnement des marchés financiers et cherchent dès lors à transférer cette logique vers les stratégies de leur management et les modes de contrôle internes de ces sociétés (financiarisation). Les mécanismes d'absorption des chocs permettant à l'économie réelle de rester à l'écart des marchés financiers (séparation de la propriété et du contrôle, autofinancement) donnent des signes de faiblesse, et les turbulences sur les marchés financiers rendent les sociétés plus sensibles aux « vibrations de résonance⁴¹ ».

IV. Les problèmes « principal-agent » et l'opportunisme

- 53 Toute articulation d'un système en sous-systèmes génère une série de problèmes « *principal-agent* » qui s'enchaînent et permet ainsi d'établir les coûts induits pour toute forme de partage du travail :
- 54 « *It is not from the benevolence of the butcher, the brewer, or the baker that we expect our dinner, but from their regard to their own interest. We address ourselves, not to their humanity but to their self-love, and never talk to them of our own necessities but of their advantages*⁴². »
- 55 L'économie des institutions démontre que les intérêts particuliers des producteurs ne peuvent être contrôlés que partiellement par la « main invisible » (« *invisible hand* ») du marché. Le boulanger poursuit « *his own interest* » lorsqu'il vend des pains plus petits et qu'il utilise des matières premières de moindre qualité afin d'augmenter son revenu. L'opportunisme des producteurs constitue un élément des coûts « d'agence » occasionnés par la rencontre, sur le marché, entre un client (*principal*) et un producteur (*agent*)⁴³.
- 56 Le client pourrait se protéger en vérifiant le poids de chaque pain et en contrôlant le matin à cinq heures les farines qu'utilise le boulanger (*monitoring*). Dans le cas présent, le coût du contrôle serait toutefois supérieur au dommage escompté, et le comportement du client ne serait pas économiquement rationnel⁴⁴. Cet exemple montre cependant que même lors des actes d'achat du quotidien banals *en apparence* peuvent surgir des problèmes de contrôle insolubles⁴⁵.
- 57 Le marché financier est le produit d'une différenciation institutionnelle du système économique. Il constitue un sous-système d'institutions interdépendantes dont la fonction centrale est de fixer en permanence le prix *ad hoc* de promesses de paiement (capitalisation).
- 58 Il a été démontré plus haut que la capitalisation crée du capital fictif. La formation spontanée des prix sur les marchés financiers repose sur des attentes d'attentes qui peuvent être très éloignées de l'économie réelle et qui ne sont jamais remises en relation avec l'économie réelle par des données fondamentales que périodiquement et toujours *post hoc*. Les attentes d'attentes peuvent être guidées dans un sens ou un autre sous l'influence du flux ininterrompu d'informations qui se déverse sur le marché financier⁴⁶.
- 59 La cotation d'un capital *fictif* crée des conditions favorables à l'opportunisme et est ainsi largement responsable des coûts « d'agence » des acteurs des marchés financiers. Les nombreux scandales qui secouent les marchés financiers à intervalles réguliers ne proviennent pas de ce que se réuniraient dans ce sous-système de l'économie des

individus à la qualité morale particulièrement douteuse. Ces scandales trouvent plutôt leurs origines dans la structure d'opportunité objective du marché financier.

- 60 Les acteurs des marchés financiers se voient contraints d'imposer le diktat de la « *shareholder-value* » aux sociétés de l'économie réelle parce qu'eux-mêmes sont soumis à ce diktat. Les banques d'investissement, les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les agences de notation ou les sociétés d'audit agissent sous les contraintes d'une concurrence qui les pousse à mener une stratégie de maximisation des profits.
- 61 Knorr Cetina et Brügger ont analysé cette constellation à partir de l'exemple des sociétés de courtage : les courtiers sont rivés à leur écran d'ordinateur jusqu'à 12 heures par jour. Le flux ininterrompu d'informations qui inonde les marchés financiers et qu'ils suivent sur leurs écrans est ce qui nourrit leurs attentes d'attentes quant à la marge de fluctuation des devises (*spread*)⁴⁷. Or ce « *spread* » peut varier littéralement d'une seconde à l'autre. C'est cela qui explique l'agressivité d'un courtier envers son collègue d'une banque concurrente si celui-ci le fait attendre plus longtemps que cette seconde peut être décisive avant de décider à acheter. La concurrence trouve son expression dans des métaphores empreintes de fantasmes de violence (à connotation sexuelle)⁴⁸ :

« Les pertes suscitent "peur" ("*fear*") et "cupidité" ("*greed*") ; cela trouve son expression dans un langage qui traduit l'émotion d'une agression ressentie et de la violence du marché. Les termes employés par un courtier dans la salle de marché de Zurich renvoient généralement à "la sexualité et la violence, et la plupart des expressions ont à voir avec la pénétration anale". La liste des formulations que nous avons pu collecter comprend ainsi : "*I got shafted, I got bent over, I got blown up, I got raped, I got stuffed/the guy stuffed me, I got fucked, I got hammered, I got killed*". »

- 62 Vécue ainsi, une concurrence qui suscite « peur » et « cupidité » amène les acteurs à développer des stratégies de survie pouvant dépasser le cadre légal. L'approche que nous développerons ici se résume à quatre thèses :

Premièrement, toute forme de partage du travail s'accompagne d'un problème « d'agence » latent. Les problèmes sont d'autant plus importants qu'augmente l'asymétrie de l'information entre producteur et client, entre épargnant et fonds d'investissement.

Deuxièmement, sur les marchés financiers s'échangent des promesses de paiement, autrement dit du capital fictif. Cette « marchandise » crée des conditions spécifiques favorables à l'émergence de l'opportunisme et du « risque moral » (« *moral hazard* »).

Troisièmement, la concurrence anarchique sur le marché financier amplifie les problèmes liés à l'opportunisme. La concurrence amène les acteurs à développer des stratégies de survie et des pratiques commerciales en-dehors de la légalité (Enron, Worldcom, n-tv).

Quatrièmement, l'action des fonds d'investissement est directement dépendante des conditions spécifiques des marchés boursiers. En qualité de « nouveaux » propriétaires des grandes sociétés ils peuvent faire valoir leurs « *property rights* » et contraindre les sociétés à s'adapter à la logique selon laquelle fonctionnent les marchés financiers. Ce faisant, ils inoculent l'opportunisme des marchés financiers aux sociétés. Nous développerons ce dernier point dans le chapitre consacré aux stock-options.

V. Les fonds d'investissement

- 63 L'actif dont disposent les fonds d'investissement (FI)⁴⁹ s'est considérablement accru dans tous les pays entre 1990 et 2000. Rapporté au PIB, l'actif des FI est passé de 127 à 195 % aux États-Unis, de 131 à 226 % en Grande-Bretagne, et de 34 à 80 % en Allemagne. Avec ces fonds que les investisseurs collectent auprès du public, ils achètent des actions et des obligations des sociétés ou octroient des crédits. La part de l'actif en actions dans le total de leur actif s'est elle aussi considérablement accrue entre 1990 et 2000 : de 25 à 51 % aux États-Unis, de 9 à 28 % en Allemagne, de 14 à 43 % aux Pays-Bas. En Grande-Bretagne, cette part est restée stable aux alentours de 67 %⁵⁰.
- 64 Les dépôts du public auprès des FI n'ont donc cessé d'augmenter continuellement, et une part croissante de ces dépôts est placée dans des actions. C'est ainsi que les FI sont devenus actionnaires majoritaires des grandes sociétés par actions. Aux États-Unis, ainsi que nous l'évoquions plus haut, les FI détiennent 60 % des actions des 1000 principales sociétés par actions, et les 20 plus grands FI contrôlent quelque 40 % des parts d'actions des sociétés.
- 65 Dans une étude couvrant la période 1983-89, Lakonishok et al. (1992) ont analysé les stratégies d'investissement de 341 FI. Il en ressort que la part de marché des cinq plus grands FI ne se situe qu'à 14,1 %. En d'autres termes : « *[This markt is] extremely unconcentrated [...] and highly segmented [...]* »⁵¹. Il en ressort par ailleurs que l'acquisition de nouveaux clients dépend des rendements obtenus par le passé : lorsqu'un gestionnaire de fonds obtient un rendement supérieur de 1 % à la moyenne de celle de ses concurrents, il peut envisager l'année suivante une hausse de 1,3 % des dépôts de sa clientèle⁵². L'étude confirme ainsi deux hypothèses centrales sur lesquelles se fonde notre présente argumentation : les FI sont soumis à une concurrence atomisée dont les paramètres sont les rendements réalisés pour le compte de leurs clients.
- 66 Les FI relaient la pression que leur fait subir la concurrence aux sociétés dont ils détiennent les actions. L'impératif d'un rendement du capital propre d'au moins 15 % et par-delà, celui de céder toutes les parties d'une entreprise n'atteignant pas cet objectif de rendement, trouvent là leur explication. La « *shareholder-value* » n'exprime pas un quelconque comportement « rationnel » de la part des petits porteurs, mais la stratégie des FI, contraintes d'exiger des sociétés qu'elles réalisent un maximum de rendement. Les gestionnaires de fonds, qui sont tenus de rendre compte chaque trimestre du rendement des fonds dont ils ont la charge, savent que s'applique à eux aussi cette maxime qu'ils proclament lors des assemblées générales des grandes sociétés par actions : « *Fix it, sell or close.* » Un rendement non concurrentiel comporte pour eux la menace de perdre leur emploi.
- 67 La forte pression externe à laquelle ils sont exposés du fait de la concurrence acharnée qu'ils subissent a pour conséquence que les rendements publiés par les FI sont souvent manipulés⁵³. Les FI utilisent différentes méthodes de calcul qui ne sont pas comparables entre elles, ou ils ne publient que les résultats des fonds dont les rendements étaient supérieurs à la moyenne. Divers efforts ont donc été entrepris pour accroître la transparence du marché par le recours à des sociétés d'audit indépendantes. Parmi celles-ci figurent par exemple la « CEI Corporation⁵⁴ » oder le « Chartered Financial Analyst Institute » qui a adopté une série de normes conformément auxquelles doivent être calculés les rendements des fonds⁵⁵.

Styles d'investissement

- 68 Chaque FI est organisé en une série de fonds de placement suivant des styles d'investissement différents. Chacun de ces fonds⁵⁶ est dirigé par un gestionnaire de fonds décidant des placements. Le tableau 1 présente une classification schématique des styles d'investissement. Ceux-ci se distinguent pour l'essentiel par le niveau de risque lié à un placement. Les fonds qui poursuivent une stratégie de croissance agressive se caractérisent par un risque relativement élevé ; dans le cas des fonds appliquant le style d'investissement « Revenus », le risque est limité. Chaque FI se présente donc comme un *conglomérat de fonds particuliers* se distinguant les uns des autres par leur style d'investissement propre.
- 69 La structure de la répartition des dépôts entre ces fonds est déterminée par la structure de la répartition de l'appétit du risque dont fait preuve le public. Un public montrant une aversion au risque concentrera ses dépôts dans des fonds à faible risque (par ex. « Revenus ») ; un public neutre face au risque les concentrera dans un fonds à haut risque (« croissance agressive »)⁵⁷. Il est évident que l'attitude face au risque, tout comme la propension à consommer, se laisse manipuler par la publicité. Ce n'est cependant pas le risque qui est mis en avant par la publicité, mais *l'attente* de rendements élevés liée aux fonds pratiquant le style d'une croissance agressive.
- 70 On voit dès lors apparaître un autre problème « d'agence », lié à la différenciation des marchés financiers : la concurrence entre les FI exige d'eux qu'ils promettent des rendements les plus élevés possibles, or ceci ne peut être obtenu qu'au prix d'un risque lui aussi plus élevé. La tendance est forte de cacher systématiquement ce risque au public⁵⁸.
- 71 Lorsque, à la suite de campagnes publicitaires, les FI parviennent à mobiliser une part relativement importante du capital épargne pour l'attirer dans leurs fonds, ils sont obligatoirement tenus, dans une seconde étape, à trouver un placement approprié pour ce capital⁵⁹. Il n'existe aucun mécanisme garantissant que l'attitude du public d'épargnants face au risque soit en adéquation avec le profil de risque des stratégies menées par les sociétés. Quand, par exemple, du fait des hauts rendements escomptés, une part relativement importante des dépôts des épargnants est placée dans des fonds menant une croissance agressive, cela ne signifie pas pour autant qu'il ait un nombre suffisant de sociétés poursuivant une stratégie correspondante et où pourrait être placée cette épargne. Les FI sont des transformateurs de risque⁶⁰, leur rôle est de rendre compatible la propension au risque du public avec les stratégies entrepreneuriales.
- 72 Hotchkiss et Strickland (2003) ont cherché à savoir s'il existait des différences entre les comportements des propriétaires (FI) selon leur style d'investissement, et plus particulièrement en ce qui concerne l'horizon temporel du placement et la propension à vendre immédiatement les actions détenues en cas de mauvaise nouvelle (exit). Le tableau 1 montre la différenciation des styles d'investissement des FI (en qualité de propriétaires).

Tableau 1 : Les styles d'investissement

<i>Style d'investissement</i>	Part en %	Maximum %	Moyenne en mois	Pourcentage élevé	Faible pourcentage
	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Momentum-Investor	8,2	53,1	14,7	-1,3	-0,6
Aggressive growth	5,4	58,3	11,8	-1,4	-0,4
Growth	25,0	75,7	21,6		
Value	8,6	70,8	15,4	n.d.	n.d.
Income	13,5	45,6	25,7	n.d.	n.d.

N = 203 sociétés américaines (États-Unis) ; Période : 1992-1997 ; n.d. : données non disponibles.

Pour une définition détaillée des styles d'investissement, voir le glossaire en annexe.

Source : Hotchkiss / Strickland (2003), p. 1473, 1478-1480.

Explication du tableau 1 : 60,7 % des actions des 203 sociétés américaines étudiées sont détenues par des FI. La colonne 2 (part en %) indique la répartition en pourcentages de ces actions selon les différents styles d'investissement (total de la colonne 2 : 60,7 %). La colonne 3 indique le maximum des parts que détient dans une société un fonds particulier selon son style d'investissement. Il existe par exemple une société américaine dans laquelle un « *momentum-investor* » détient 53,1 % des actions. La colonne suivante (moyenne en mois) montre pendant combien de temps en moyenne les différents fonds détiennent les actions. Les fonds poursuivant une stratégie de croissance agressive vendent le total de leurs actions une fois par an (11,8 mois). Les deux dernières colonnes (pourcentage élevé/faible) sont à lire ainsi : dans le cas où une société publie à la fin de l'année un bénéfice se révélant inférieur aux prévisions moyennes des analystes (*consensus earnings forecast*), ces colonnes indiquent les réactions cumulées du cours de l'action durant les deux jours suivant la publication des bénéfices. Les sociétés dont le tour de table comprend une proportion élevée de fonds de croissance (agressive), voient chuter de 1,44 % en deux jours le cours de leur action ; les sociétés dont le tour de table ne comprend qu'une part minoritaire de fonds de croissance (agressive), ne le voient chuter que de 0,40 %.

- 73 Le tableau 1 montre ainsi, en premier lieu, la distribution des différents styles d'investissement des propriétaires ; en second lieu, il montre que les « *momentum investors* » et les fonds à croissance agressive ont un taux de rotation élevé, c'est-à-dire qu'ils ne conservent les actions que pendant 12 ou 14 mois ; il montre enfin que les fonds de croissance réagissent dans l'instant aux mauvaises nouvelles en vendant les actions incriminées (*exit*).
- 74 *Exit et Voice*. Une critique souvent formulée à l'encontre des FI est celle-ci : « [...] *Institutional investors [...] act as "traders" rather than "owners"* »⁶¹. Cette critique repose toutefois sur un malentendu. En effet, les FI ont le choix entre les deux options. Ils agissent en tant que « *traders* » lorsqu'ils choisissent « *exit* », et ils sont « *owners* » lorsqu'ils optent pour « *voice* ». Nous allons développer ci-dessous l'argument selon lequel le choix du « *voice* » présuppose qu'il y ait consensus entre les FI. « *Exit* » ne contrarie nullement l'option « *voice* », mais peut au contraire en amplifier l'effet. Vendre les actions est une menace crédible qui peut contribuer à rendre dociles les sociétés par actions et les amener à répondre aux exigences des FI.

- 75 Dans chaque société, les FI ne détiennent qu'une faible part du capital en actions ; elle dépasse rarement 2 %. Les FI peuvent donc revendre leurs parts (actions) à tout moment : leurs actifs sont « liquides ». Ceci est une condition préalable de l'option « *exit* ». Dans le tableau 1, la colonne « *Moyenne en mois* » décrit le temps durant lequel les fonds tiennent en moyenne leurs actions selon leur style d'investissement. En moyenne générale (tous styles d'investissement confondus), les FI optent au bout d'environ 20 mois pour « *exit* ».
- 76 Il arrive également que les FI choisissent l'option « *voice* », mais alors ils agissent collectivement. Différentes études ont révélé que les FI, dès lors qu'il s'agit de principes généraux d'une « *corporate governance* » commune, peuvent parfaitement se mettre d'accord.
- 77 Les 20 principaux FI ont l'avantage de constituer un petit groupe, ce qui leur permet de coordonner leur action lors des assemblées générales des sociétés⁶². Les objectifs centraux que cherchent à imposer les FI se classent en trois catégories :
 Premièrement, les FI cherchent à démonter toutes les barrières qu'érige le management d'une société pour se protéger contre une OPA hostile. En font partie les paiements pour chantage financier (« *greenmail* »), les pilules empoisonnées (« *poison pills* ») ou les parachutes dorés (« *golden parachutes* » ; voir les définitions dans le glossaire en annexe). Il s'agit de faire en sorte que le management se trouve le plus démuni possible face à l'effet disciplinaire d'une OPA hostile.
 Deuxièmement, les FI cherchent à gagner en influence au sein du conseil d'administration ou de direction (« *Board of Directors* »). Ils posent ainsi les exigences suivantes : il s'agit d'élire au conseil le plus grand nombre possible de dirigeants externes ; les décisions du conseil doivent être adoptées par vote à bulletin secret ; et enfin, le cumul des mandats entre un PDG (*CEO*) et un président du conseil d'administration (« *Chairman of the Board* ») doit être exclu⁶³.
 Troisièmement, les FI tentent parfois d'intervenir directement dans les stratégies des sociétés. Les cas les plus fréquemment rencontrés sont par exemple l'éclatement d'un conglomérat (groupe diversifié) et la concentration sur le cœur de métier. Les FI parviennent également à dissuader les dirigeants de leurs projets d'acquisition d'une société⁶⁴.
- 78 Les grands FI publient en début d'année les noms des sociétés américaines qui enfreignent les principes fondamentaux de la « *corporate governance* » ou ne répondent que partiellement, voire pas du tout aux principales exigences (par ex. concentration sur le cœur de métier) formulées par les FI⁶⁵. Durant les années suivant cette publication, ils cherchent à imposer leurs exigences au cours des assemblées générales. Dans les années 1990, les FI sont parvenus ainsi, dans un certain nombre de grands sociétés américaines, à mobiliser une majorité d'opposants aux dirigeants en fonction et à les faire révoquer.

Résumé

- 79 Les FI ont la possibilité de choisir tant l'option « *exit* » que l'option « *voice* ». Comme ils ne détiennent chacun qu'une faible part du capital dans chaque société, ils peuvent à tout moment brandir la menace de l'option « *exit* » face à ses dirigeants. Lorsqu'un grand nombre de FI revend les actions d'une société, il s'ensuit une décote, ce qui peut provoquer dans le pire des scénarios une OPA (hostile). L'option « *exit* » constituant une

menace *crédible*, les FI ont la capacité de faire fortement pression sur le management d'une société pour l'amener à répondre à leurs exigences : « [...] *the effectiveness of the voice mechanism is strengthened by the possibility of exit* »⁶⁶.

- 80 DiMaggio et Powell (1983) ont cherché à déterminer pourquoi les sociétés tendent à se ressembler toujours plus (isomorphisme). La concurrence est l'un des principaux mécanismes susceptibles d'expliquer cet isomorphisme. Ce n'est toutefois pas, dans ce cas précis, la concurrence à laquelle se livrent entre elles les sociétés n'appartenant pas au secteur de la finance, mais la concurrence entre leurs propriétaires (les fonds d'investissement) qui force les sociétés à adopter les principes de la « *shareholder-value* » et à accroître ainsi leur « similitude ».
- 81 Les FI sont parvenus à obtenir la concentration de la propriété et du contrôle, mais sans avoir à supporter le risque découlant de leurs investissements (et de leur intervention dans la stratégie des sociétés). Ce risque reste toujours à la charge du public, c'est-à-dire chez ceux qui ont acheté des parts dans ces fonds. C'est là que réside le caractère innovant que présentent ces institutions : les FI parviennent à *concentrer le contrôle* tout en *dispersant largement le risque*.
- 82 Les FI sont des acteurs du marché financier qui, pouvant se prévaloir de leurs droits de propriété, ont le pouvoir de prendre *continuellement* influence sur les sociétés, que celles-ci aient des besoins financiers ou non. Ils ont *professionnalisé* la fonction de propriétaire et sont en mesure de gérer les fonds de placement en actions avec une plus grande efficacité que les petits porteurs qui ne sont généralement que des amateurs.
- 83 Le capital « patient » des banques obéit à des principes différents : les banques de crédit sont certes elles aussi concurrentes, mais cette concurrence ne les force pas à exiger de leurs débiteurs qu'ils réalisent des rendements les plus élevés possibles. La concurrence les contraint à proposer des taux de prêts les plus bas possibles. Or la concurrence à laquelle se livrent les FI mène, elle, à une hausse en tendance du coût du capital (« *shareholder value* »). Une autre différence réside dans le fait que les banques n'ont pas la possibilité de recourir à l'option « *exit* » pendant toute la durée du prêt. Les FI peuvent, eux, se retirer. C'est cette possibilité qui génère le risque élevé lié à l'opportunisme auquel sont exposés les acteurs des marchés financiers. La favorisation de mesures de prises de contrôle pour démantèlement ou la quête court-termiste d'une maximisation des rendements (« *shorttermism* ») en sont les manifestations.

VI. Les analystes

- 84 Les analystes employés par les banques d'investissement et les courtiers en valeurs (« *brokers* ») occupent dans ce système un rôle important de liaison (« *boundary role* »). En publiant leurs prévisions quant aux bénéfices futurs (« *earnings per share* ») des sociétés, ils transforment l'incertitude en risque. Les investisseurs attendent des analystes qu'ils leur conseillent d'acheter ou de vendre. Dans ces recommandations, la complexité des processus de production *futurs* se trouve réduite à une information binaire. Les analystes conseilleront l'acquisition d'un titre si la valeur escomptée du total des rendements à venir est supérieure au cours actuel du titre ; ils conseilleront de vendre si cette valeur escomptée est nettement inférieure. Les analystes déterminent cette valeur escomptée dans les prévisions qu'ils publient (« *earnings per share* »). Comme nous l'avons décrit plus haut, la transformation d'incertitude en risque ne peut que

s'effectuer de manière fictive, puisqu'il est impossible de prévoir avec précision les contingences impactant la valeur d'usage (capitalisation sous forme de capital fictif).

- 85 Divers travaux de sociologie des organisations ont démontré qu'une réduction réussie de l'incertitude confère aux acteurs pouvoir et influence. Le contrôle des contingences est source de pouvoir⁶⁷. Les marchés financiers ne sont pas capables d'opérer face à l'incertitude. Leur action première est de déterminer le prix d'une promesse de paiement (capitalisation). Les analystes fournissent le facteur de risque rendant possible cette opération. C'est là la fonction clé des analystes, sur laquelle sont assis leur prestige comme leur pouvoir. Mais dans ce cas précis il s'agit plutôt du contrôle fictif des contingences.
- 86 Une étude empirique se fondant sur les données collectées dans le cadre du système I/B/E/S a analysé une cohorte de 12 336 analystes qui ont travaillé de 1983 à 2000 pour 619 banques d'investissement aux États-Unis. Grâce aux observations contenues dans cette étude, nous pouvons dresser le profil suivant des analystes : en moyenne, les banques d'investissement américaines emploient environ 12 analystes spécialisés dans la veille, et ce chacun pour un secteur particulier de l'industrie. Dans un secteur donné, les analystes suivent généralement 9 à 10 sociétés, objet des prévisions financières qu'ils publient (« *earnings per share* »). Un quart des analystes est employé dans les sociétés de courtage les plus réputées comme Merrill Lynch, First Boston, Salomon Smith Barney, Morgan Stanley ou autres. Dans ces sociétés, les salaires annuels les plus élevés atteignent 15 millions de dollars ; et ces géants parmi les banques d'investissement occupent souvent chacune plus de 50 analystes⁶⁸.

Tableau 2 : Nombre d'années d'activité dans le métier d'analyste

Années d'activité	2	3	4	5	6	7	8	9	10+
Répartition en %	29,9	19,6	13,9	9,9	7,4	6,5	5,1	4,3	3,5

Σ ligne 2 = 100 % ; exemple : 29,9 % des analystes ont une expérience de plus de 2 ans dans ce métier.

Source : Hong / Kubik (2003, p. 323, Table VI) ; calculs de l'auteur. N = 16 403 analystes ; N tient compte du fait que plusieurs réponses étaient possibles.

Le tableau 2 montre que près de 50 % des analystes disposent d'une expérience de deux à trois ans seulement dans ce métier ; et chez 3,5 % seulement des analystes, elle est de dix ans ou plus. Il apparaît ainsi que les analystes sont relativement jeunes et que, en comparaison avec les principaux dirigeants des grandes sociétés, leur expérience professionnelle est limitée⁶⁹.

- 87 Clement et Tse (2005) ont consacré une étude aux modalités selon lesquelles les analystes établissent leurs prévisions. Elle révèle que ces prévisions couvrent généralement la période d'une année. On observe qu'au cours de cette période, l'écart entre les prévisions sur le rendement escompté d'une société se réduit continûment : alors qu'au début de l'année, les prévisions des analystes diffèrent encore assez largement, elles s'harmonisent entre elles vers la fin de l'année. Deux constats s'imposent dès lors : premièrement, la période couverte par les prévisions est identique à l'horizon de placement de ceux parmi les fonds qui opèrent selon un style de placement relativement agressif (voir tableau 1). Deuxièmement, l'observation mutuelle et l'interaction entre les analystes réduisent l'écart de leurs prévisions et

finissent par déboucher, au bout de quelques mois, sur une attente d'attentes commune et consensuelle (« *consensus forecast* »). Il convient de prendre en compte à cet égard le fait que si les analystes anticipent les bénéfices d'une société, les sociétés de leur côté ont connaissance des estimations des analystes lorsqu'elles établissent leur bilan. Leurs dirigeants savent quelles réactions ils déclencheraient sur le marché boursier s'ils dépassaient le seuil du « *consensus forecast* » par le haut (ou par le bas). Le système de l'observation mutuelle inclut ainsi ceux qui sont l'objet des attentes d'attentes créées.

88 L'*exactitude* des prévisions publiées par un analyste est affectée par diverses variables : plus la durée d'exercice d'un analyste est élevée, plus exactes seront ses prévisions (expérience professionnelle) ; moins le nombre de sociétés analysées est important, plus fiables seront les prévisions de l'analyste. Les analystes des grandes sociétés de courtage (elles emploient un grand nombre d'analystes) publient des prévisions d'une plus grande exactitude que ceux qui sont employés par les sociétés de courtage se situant dans le tiers inférieur sur l'échelle de prestige⁷⁰.

89 Hong et Kubik (2003) se sont penchés sur les facteurs qui influencent l'ascension professionnelle de ces analystes qui, d'une année sur l'autre, quittent leur emploi dans une société de courtage au faible prestige pour faire leur entrée dans la ligue des champions des grands noms. Deux facteurs surtout sont déterminants : l'*exactitude* des prévisions et l'*optimisme* des prévisions⁷¹.

Les analystes qui, en ce qui concerne l'*exactitude* de leurs prévisions, se classent parmi les 10 % des moins fiables, reculent de plus en plus loin dans la hiérarchie. Le système exclut donc ceux parmi les analystes dont les capacités de prévision sont médiocres. Les formes « bénignes » d'*inexactitude* n'ont aucun impact sur la carrière, c'est-à-dire que pour ceux parmi les analystes dont les prévisions publiées ne contiennent pas d'erreurs flagrantes, le facteur « *exactitude* des prévisions » a un impact nul sur leurs perspectives de carrière⁷².

Plus déterminant que l'*exactitude* des prévisions est le facteur « *optimisme* » des prévisions. Les analystes dont les prévisions de rendement sont supérieures aux bénéfices effectivement réalisés par une société donnée voient s'améliorer leurs perspectives d'être recrutés par une des grandes sociétés de courtage. Les analystes publient également des prévisions sur des sociétés avec lesquelles la banque d'investissement qui les emploie entretient des relations d'affaire. Il a été prouvé que dans ce cas les prévisions sont particulièrement « optimistes ». Ce constat montre clairement que les analystes ne se contentent pas d'être des « analystes », mais qu'ils ont également pour fonction de vendre des titres.

90 *Exactitude* des prévisions et *optimisme* s'excluent en quelque sorte l'un l'autre : ou bien un analyste n'est tenu de respecter que la « *vérité* » de ses prévisions, ou bien il publie des prévisions « optimistes » pour faciliter la vente de titres. Il apparaît que ceux parmi les analystes à qui s'offrent les meilleures perspectives en termes de promotion et de salaire sont ceux qui adoptent un comportement « stratégique » : ils doivent éviter de publier des prévisions irréalistes ; en même temps, ils ne doivent pas perdre des yeux que c'est leur banque d'investissement qui paie leur salaire et qu'ils ont de ce fait la responsabilité de contribuer aux bons résultats de celle-ci. Le *conflit d'intérêts* s'impose à l'évidence : d'un côté, les analystes sont tenus, vis-à-vis des investisseurs, à établir leurs prévisions avec *exactitude*, d'un autre côté, la banque d'investissement attend d'eux qu'ils établissent des prévisions « optimistes » pour faciliter la vente de titres.

- 91 Certains contrats de travail contiennent une clause selon laquelle les analystes perçoivent entre 3 et 7 % du montant des frais perçus par la banque d'investissement au titre de leurs analyses et de leurs services aux clients. La banque d'investissement Salomon Smith Barney par exemple a vendu à des investisseurs des actions de l'opérateur de télécommunications WorldCom d'un montant total de 24,7 milliards de dollar. Les frais encaissés par Salomon pour cette vente s'élevaient à 140,7 millions de dollars. Jack Grubman, analyste en chef à la banque Salomon, a conseillé jusqu'au 22 avril 2002 l'acquisition d'actions de WorldCom ; en juillet 2002, WorldCom déclarait faillite. Son salaire annuel s'élevait à quelque 20 millions de dollars⁷³.
- 92 Pour résumer, nous pouvons affirmer que les analystes remplissent un important rôle de liaison (« *boundary role* ») sur les marchés financiers. Ils réduisent la complexité des processus de production et des processus du marché à venir en la ramenant à un nombre, à savoir la valeur escomptée des bénéfices futurs. Il apparaît également que le contexte institutionnel au sein duquel est remplie cette fonction génère un ensemble d'opportunités favorables à la corruption. Les analystes sont rétribués par les banques d'investissement ; dans le même temps, celles-ci sont en même temps fortement intéressées par le contenu des prévisions publiées par les analystes.

VII. Les agences de notation

- 93 Les agences de notation évaluent la solvabilité des sociétés ayant levé des fonds sur le marché financier. Elles aussi remplissent un rôle de liaison (« *boundary role* ») dans ce système. Elles réduisent la complexité des processus de production et des processus du marché à venir en la ramenant à une information binaire : solvable ou non solvable. Les agences de notation utilisent une échelle différenciée pour ainsi noter les sociétés. Standard & Poor's a arrêté une échelle de notation comportant dix principaux niveaux allant de AAA jusqu'à D. Une échelle aussi détaillée se révèle toutefois trompeuse étant donné qu'elle suggère une exactitude de la prévision qu'il est en réalité impossible d'atteindre⁷⁴.
- 94 Les obligations ont un cours, tout comme les actions, et ce cours n'est rien d'autre qu'une promesse de paiement capitalisée. La valeur escomptée que génère ce cours se réfère à la capacité qu'a la société de payer ses intérêts et de rembourser son emprunt à la date d'échéance de l'obligation. L'évaluation par une agence de notation a une influence directe sur le cours d'une obligation comme sur le montant des intérêts (prime de risque). Les notations (« *ratings* ») ont de ce fait un impact direct sur le coût du capital d'une société.
- 95 Sur les marchés financiers, les agences de notation ont trois fonctions : économique, éthique et normative. La rationalité économique des agences de notation réside dans les « économies d'information » (« *economies of information* »). Les agences de notation sont des producteurs d'information de masse sur le marché de l'information. Elles produisent un savoir standardisé accessible en permanence à tous les acteurs sur les marchés financiers mondiaux. La réduction de la complexité des processus de production futurs ne s'effectue pas alors par l'intermédiaire du cours d'une action ou d'une recommandation, mais *via* une appréciation (« *opinion* »). « *Ratings are current opinions regarding creditworthiness and are not verifiable statements of fact*⁷⁵. »

- 96 La fonction éthique des agences de notation repose sur le fait qu'elles ne livrent pas seulement des informations sur la rentabilité économique de la société notée, mais également sur la question de savoir si cette société a respecté les valeurs standard du « commerçant honnête » ; donc de savoir si elle rembourse ses dettes, présente des bilans sincères ou se refuse à escroquer ses clients. La notation juge la « *capacity and willingness of the obligor to meet its financial commitment*⁷⁶ ».
- 97 Par ailleurs, les agences de notation informent les investisseurs sur le fait que les dirigeants de la société respectent ou non ces standards considérés comme de « bonnes pratiques » (« *best practice* ») par les marchés financiers. En font par exemple partie la publication ponctuelle de rapports financiers trimestriels, le respect de la réglementation sur la reddition des comptes (US-GAAP) comme la transparence de la politique commerciale et de la stratégie du management. Les agences de notation jouent donc un rôle clé dans la supervision de ces règles que DiMaggio et Powell (1983) subsument sous la notion de « isomorphisme normatif ».
- 98 Les accords internationaux sur les fonds propres des banques stipulent que le capital propre des banques doit mieux couvrir les risques potentiels auxquels s'exposent les emprunteurs. Lorsqu'une banque octroie un crédit à une société notée AAA par une agence de notation, ce crédit entre dans le calcul du ratio des fonds propres de cette banque avec une pondération du risque de 20 % seulement, c'est-à-dire que ce calcul du ratio des fonds propres (en règle générale 8 % de fonds propres par rapport aux engagements) ne prend en compte que 20 % du montant du crédit alloué. Lorsqu'une banque octroie un crédit à une société cotée BB+ seulement, le taux de risque grimpe à 100 %⁷⁷.
- 99 Les accords internationaux instaurant un ratio minimum de fonds propres pour les établissements bancaires (Bâle I et Bâle II) renforcent le pouvoir des agences de notation sur les sociétés. Le nombre de sociétés sollicitant une notation va croissant. Celles qui ne recourent pas à une agence de notation fiable rencontrent de grandes difficultés à obtenir un crédit. Plus le nombre de crédits octroyés sur la base d'une notation s'accroît, plus l'effet mécanique de l'isomorphisme normatif émanant des agences de notation gagne en puissance.
- 100 L'évaluation d'une société par une agence de notation (par exemple la note A+) contient, sous forme concentrée et standardisée, trois types d'informations : des informations sur son efficacité économique (rentabilité), sur son respect des principes éthiques (« marchand honnête ») et sur les valeurs normatives (« *best practice* ») en vigueur sur les marchés financiers. La notion de « solvabilité » qui résume ces trois appréciations n'informe pas seulement sur l'activité passée de la société, elle contient également une prévision de son activité future. La réputation d'une agence de notation dépend en effet aussi de sa capacité à prévoir de manière fiable une baisse de la solvabilité. La dégradation de la notation d'une société (par ex. de A+ à BB+) constitue pour les marchés financiers un message auquel ils répondent par une décote dans le cas d'obligations et par une hausse des taux d'intérêts lorsqu'il s'agit de crédits.
- 101 Les agences de notation sont des institutions de régulation privées qui, sous l'effet du mécanisme de l'isomorphisme normatif, forcent les sociétés à s'adapter aux standards en vigueur sur les marchés financiers. Le pouvoir de sanction des agences de notation réside dans la perte de réputation qu'elles peuvent faire subir aux sociétés en les dégradant, un dommage qui renchérit considérablement la levée de fonds.

- 102 Quand on compare les agences de notation aux analystes, on s'aperçoit que le risque du « *moral hazard* » est inférieur chez les premières, et ce pour au moins deux raisons : d'abord, le marché des agences de notation est très concentré⁷⁸. Il n'y a que très peu d'agences de notation sur le marché. C'est ce qui explique leur relative efficacité dans la régulation privée de ce marché. Il existe un Code de pratiques et procédures (« *Code of Practices and Procedures* ») qui sert de cadre d'orientation aux agences de notation et qu'elles appliquent avec une assez grande rigueur.
- 103 Ensuite, les notations ne sont pas des recommandations à l'achat ou à la vente, mais des avis sur la solvabilité. Les agences de notation sont certes rémunérées par les sociétés qu'elles évaluent. Mais du fait du faible nombre d'agences de notation dont les marchés financiers reconnaissent les évaluations, la tentation de corruption de la part des donneurs d'ordre reste limitée. Ce qui compte avant tout, c'est qu'aucune forme directe d'intéressement ne lie les agences de notation aux sociétés qu'elles évaluent. C'est en cela surtout qu'elles se distinguent des banques d'investissement et des sociétés de courtage.
- 104 À titre d'illustration, voici un extrait du « *Code of Practices and Procedures* » de Standard & Poor's (septembre 2004) :

« 1.1.2 Ratings do not constitute investment or financial advice. Ratings are not recommendations to purchase, sell, or hold a particular security. Ratings do not comment on the suitability of an investment for a particular investor.

1.1.5 Ratings Services does not act as an investment, financial, or other advisor to, and does not have a fiduciary relationship with, an issuer⁷⁹ or any other person.

1.3.8 Ratings Services shall not accept any qualitative or editorial revisions from issuers that affect the presentation of the rating.

3.1.5 Ratings assigned by Ratings Services shall not be affected by an existing or a potential business relationship between Ratings Services (or any Non-Ratings Business) and the issuer or any other party, or the non-existence of such a relationship.

3.1.6 Analysts shall not engage in any direct marketing or solicitation for any Related Products or any Non-Ratings Products. »

Les agences de notation constituent un autre exemple de la différenciation, de la spécialisation et de la professionnalisation qui caractérisent aujourd'hui les marchés financiers. Dans un marché financier mondialisé, les investisseurs du monde entier peuvent à chaque instant acquérir des actions de sociétés dont ils n'avaient jamais entendu parler auparavant. La contrepartie de cette possibilité est toutefois une asymétrie de l'information poussée à l'extrême : un gestionnaire de fonds de Boston n'a aucun moyen pour rassembler des informations précises sur une société coréenne dont un « fonds de croissance » asiatique cherche à acquérir des obligations.

- 105 Les agences de notation assurent qu'elles collectent des informations sur les sociétés dans le monde entier et qu'elles les exploitent selon des règles et procédures standardisées. Une société coréenne qui a obtenu la notation AAA bénéficie – à en croire la garantie de qualité – de la même cote de solvabilité qu'une société canadienne avec la même notation. Sans des institutions mettant à disposition un savoir standardisé relatif à des milliers de sociétés dans de nombreux pays, aucune transaction financière mondiale ne pourrait se faire.
- 106 Ce processus de mondialisation et de diffusion professionnelle d'un savoir standardisé tend à détruire potentiellement le lien unissant une « banque maison » et une entreprise. La « banque maison » disposait d'un savoir « privé » sur l'entreprise, ce qui représentait un avantage par rapport aux banques concurrentes. Elle disposait d'un

« *tacit knowledge* » non seulement en ce qui concerne la stratégie poursuivie, mais aussi quant à l'intégrité des dirigeants. L'évaluation par les agences de notation est à l'inverse publique et accessible à tout un chacun. Le « *Code of Practices and Procedures* » évoqué ci-dessus explique : « *Ratings Services shall make Rating Actions available to the public without cost. The public shall be able to obtain a current public rating for any issuer or issue without cost.* »

- 107 Le marché de la notation financière est un marché sur lequel opèrent des fournisseurs. Ce ne sont pas les agences de notation qui entrent en concurrence pour séduire les sociétés clientes, mais ce sont les sociétés qui se battent pour attirer les agences de notation de prestige afin d'obtenir l'évaluation la plus favorable possible. Ce processus rend les sociétés « transparentes » aux yeux des investisseurs intervenant à l'échelle mondiale. Le « savoir » sur les sociétés se transforme comme en un bien public, collectif, diffusé dans le monde entier, et dont les fonds d'investissement et les banques peuvent disposer gratuitement.

VIII. Les OPA hostiles

- 108 Les OPA hostiles, le marché du contrôle des entreprises et les stock-options sont des mécanismes de transfert qui importent au sein des structures de contrôle internes aux entreprises la logique de fonctionnement des marchés financiers en modifiant leur stratégie. C'est cette mutation structurelle que doivent opérer les entreprises pour s'adapter aux opérations de marché financier que désigne le terme « financiarisation⁸⁰ ». Nous présenterons ci-après l'OPA hostile sous l'angle de la menace virtuelle qu'elle représente, avant d'analyser le marché du contrôle des entreprises et les stock-options.
- 109 Quand le cours de l'action et, de ce fait, la capitalisation boursière d'une société se situent largement en-dessous de la valeur de cette société⁸¹, il devient intéressant pour un acteur du marché financier (*raider*) d'offrir aux actionnaires une hausse du cours de l'action et de tenter de prendre le contrôle de la société. La restructuration ou la vente de certaines parties de cette société permettent, si elles sont couronnées de succès, de réaliser de très forts rendements.
- 110 Les OPA hostiles sont une innovation « radicale » du marché financier et constituent une menace suprême pour l'autonomie du management d'une société. Dans une certaine mesure, « l'invention » des OPA hostiles a scellé la fin de la suprématie du management. Ironie de l'histoire, la condition préalable à la suprématie du management – à savoir la répartition des actions au sein d'un actionnariat très dispersé – est également celle sur laquelle se fonde l'OPA hostile. Les sociétés aux mains d'un actionnaire majoritaire ne peuvent pas être victimes d'une OPA hostile. Le « *raider* » diffuse son offre publique d'achat auprès de tous les actionnaires de la société et cherche à les convaincre de revendre leurs titres en leur faisant miroiter une hausse des cours (prime). Ce sont souvent les fonds d'investissement qui décident si une OPA doit être bloquée ou si elle sera couronnée de succès. Ils ont donc le plus grand intérêt à contrecarrer toute stratégie développée par le management pour contrer une OPA hostile.
- 111 Davis et Stout défendent la thèse suivante : « *Takeovers came to represent perhaps the dominant form of organizational transformation among large capitalist firms*⁸². » Cette

approche paraît surprenante car même aux États-Unis, on ne dénombre jusqu'ici que peu d'OPA hostiles⁸³.

- 112 Une OPA hostile constitue une menace *virtuelle*. Elle n'a pas besoin d'aboutir pour développer un effet disciplinant. Les dirigeants de sociétés cotées en bourse, donc soumises aux lois des marchés financiers, connaissent bien ce lien de cause à effet : une société qui enfreint obstinément les lois du marché et résistent à l'intervention des fonds d'investissement doivent s'attendre à voir chuter le cours de leur action en guise de sanction. Or une baisse des cours constitue potentiellement une incitation pour tout « *raider* » organisant une OPA hostile sur une société et prêt à en limoger les dirigeants. Cet engrenage illustre parfaitement l'effet-levier développé par une menace crédible et le caractère *potentiel* du pouvoir⁸⁴.
- 113 Les coûts de transaction d'une OPA hostile peuvent être très élevés dans certains cas, et ses conséquences pour la société (la « victime ») très ruineuses. Or comme peu d'OPA hostiles sont effectivement réalisées et que leur effet le plus puissant réside dans la menace virtuelle qu'ils représentent, cette dernière constitue un puissant outil pour amener la plupart des dirigeants à se plier « de leur propre initiative » aux exigences des acteurs du marché financier. Quelques rares OPA hostiles menées à terme (accompagnées de coûts de transaction élevés) disciplinent, par leur simple effet dissuasif, des milliers de grandes sociétés américaines.
- 114 Dans notre introduction, nous affirmions que, dans le capitalisme financier, les entreprises sont soumises au contrôle croissant des marchés financiers. La menace virtuelle émanant des OPA hostiles est l'un des principaux instruments de ce contrôle. L'OPA hostile constitue dans le même temps un parfait exemple de ce que DiMaggio et Powell (1983) ont dénommé le « *coercive isomorphism* » : sous la menace virtuelle d'une sanction, les dirigeants se soumettent au diktat des marchés financiers, et les stratégies comme les structures de ces derniers et des entreprises tendent à se ressembler de plus en plus.
- 115 Kini et al. (2004) ont recensé au cours de la période 1979-1998 un total de 279 opérations fructueuses de rachat de sociétés cotées au New York Stock Exchange (NYSE). Sur ce total, 118 (= 42 %) étaient des OPA hostiles. Durant la même période, en moyenne, 1995 sociétés par actions étaient cotées au NYSE. Seules quelque 7,5 % des sociétés cotées ont ainsi été victimes d'une OPA hostile couronnée de succès⁸⁵. Dans cette étude, les auteurs soulignent deux constats corroborant les thèses développées dans la présente contribution : premièrement, les actions des sociétés victimes d'une OPA hostile étaient sous-valorisées à la bourse (faible ratio cours/valeur comptable : « *market to book ratio* »). Deuxièmement, après une OPA hostile, les PDG (CEOs) étaient bien plus souvent remplacés qu'après une OPA amicale⁸⁶. Cette étude confirme ainsi l'effet disciplinant des OPA hostiles. La sous-valorisation des actions d'une société cotée en bourse incite à lancer une OPA hostile ; celle-ci menée à terme, ses principaux dirigeants sont en règle générale révoqués.
- 116 Cependant, l'OPA hostile n'est pas seulement un outil technique du marché financier (un instrument de torture en quelque sorte), mais cet outil fait aussi partie de la panoplie que défendent certaines approches idéologiques. En voici deux exemples à titre d'illustration :
- Aux États-Unis, dans les années 1970, les instigateurs d'OPA hostiles se présentaient comme des révolutionnaires charismatiques, désireux de lutter contre la suprématie du management et de l'élite (« *establishment* ») des grands groupes et de lutter pour la

suppression de privilèges surannés. Comme cet outil permet à un investisseur isolé d'attaquer même les sociétés les plus puissantes, cette lutte est souvent décrite par la métaphore du combat de David contre Goliath⁸⁷.

Une autre justification pour les OPA hostiles est fournie par le titre de propriété. L'actionnaire est propriétaire et a donc le droit de disposer sans limite de son bien. Il peut donc le vendre à un « raider » ou non. Berle et Means font valoir que la dispersion de la propriété entre les mains de milliers de porteurs (ainsi que la dépossession de leur pouvoir qui s'ensuit) sont une menace pour le régime de propriété au fondement de la société bourgeoise. « *This dissolution of the atom of property destroys the very foundation on which the economic order of the past three centuries has rested*⁸⁸. » Le « raider » restitue son droit de propriété au petit actionnaire. En vendant ses actions, il peut non seulement réaliser des gains considérables, mais également sanctionner un management inefficace.

- 117 Cette argumentation est problématique en ce sens que, depuis cette analyse, les petits actionnaires se sont retrouvés en minorité. Et que leur ont succédé les fonds d'investissement qui donnent leur bénédiction aux OPA hostiles pour améliorer le bilan de leurs profits.

IX. Le marché du contrôle des entreprises

- 118 Sur le marché du contrôle des entreprises s'échangent des sociétés prises comme une seule entité. Les groupes peuvent être restructurés grâce à l'achat ou la vente des filiales, ou alors ils peuvent se procurer des piqures d'innovation en acquérant des petites entreprises innovantes. Nous ne nous intéresserons ici qu'aux effets disciplinants qu'a ce marché sur les entreprises.
- 119 Nous avons évoqué plus haut le fait que les fonds d'investissement prescrivent des objectifs de rendement (par ex. un rendement des capitaux propres fixé à 15 %) aux sociétés dont ils sont actionnaires. Les parties de la société qui, à l'issue d'un délai de grâce, ne parviennent pas à remplir ces objectifs, sont vendues sur le marché du contrôle des entreprises. Il peut donc y avoir des OPA « hostiles » même si une unité de production appartient à 100 % à un groupe. Les dirigeants de ce groupe peuvent vendre la filiale même contre la volonté de sa direction locale⁸⁹. La menace virtuelle que représente une OPA hostile peut donc déployer ses effets disciplinants jusques et y compris *au sein même* d'un groupe et se traduire par le fait que les différentes entités qui le composent deviennent de plus en plus « semblables » les unes aux autres (isomorphisme).
- 120 Le marché du contrôle des entreprises génère un mécanisme faisant que, en tendance, les taux de profits s'harmonisent au sein de marchés aujourd'hui mondialisés. Le taux de rendement des capitaux propres constitue l'indicateur global servant à mesurer les performances de toutes les entreprises (« *bench marking* »). Les entreprises se situant en-dessous d'un taux de profits moyen constituent les victimes potentielles d'une OPA hostile ou sont proposées à la vente sur le marché du contrôle des entreprises. Sur le marché mondial du contrôle, des entreprises présentant des taux de profits variés se trouvent en concurrence pour attirer des investisseurs. Les plus profitables d'entre elles peuvent faire grimper leur prix de vente (ce qui fait baisser leur taux de profit propre) ; quant au prix de vente de celles qui ne réalisent que peu de bénéfices, il tombe (ce qui se traduit par une hausse de leur taux de profit propre).

- 121 Marx expliquait la nécessité d'un « niveau de développement supérieur du système de production capitaliste⁹⁰ » pour atteindre la compensation des taux de profit entre les différentes sphères de placement du capital. Avec le marché du contrôle des entreprises, ce « niveau de développement supérieur » a été atteint, de telle sorte que la compensation des taux de profit ne s'effectue plus seulement désormais entre différentes sphères de production, mais au niveau global et mondial.
- 122 Pour résumer, nous pouvons affirmer que le marché du contrôle des entreprises remplit une fonction importante pour la mise en œuvre des exigences normatives des acteurs des marchés financiers, à savoir la concentration sur un cœur de métier (= restructuration d'un groupe) et le respect du principe de la « *shareholder-value* » (vente des parties d'un groupe qui ne remplissent pas les attentes relatives à un haut rendement). En ce sens, le marché du contrôle des entreprises constitue un mécanisme de transfert par lequel la logique et le mode de fonctionnement des marchés financiers sont intégrés dans les structures de contrôle et l'organisation internes des entreprises.

X. Les stock-options

- 123 Les stock-options ont pour fonction de « lier » les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires. C'est la raison pour laquelle on les désigne souvent comme un « outil de liaison » (« *bonding instrument* »). Quels sont les intérêts respectifs des actionnaires et des dirigeants, et ces intérêts se laissent-ils aligner les uns sur les autres ?
- 124 La relation entre managers et propriétaires est marquée par un *conflit d'intérêts* et une *asymétrie de l'information*. Le conflit d'intérêts prend son origine dans la différence des ressources et des perspectives sur le marché qui se présentent à ces acteurs : les actionnaires ont la possibilité répartir largement les risques de leur investissement au sein d'un portefeuille de titres. Ils peuvent transférer leur capital d'un centre financier à l'autre et opter à tout moment pour l'option « *exit* ». De ce fait, leur *loyauté* envers les entreprises dont ils sont propriétaires reste très limitée. En cas de conflit, les fonds d'investissement marquent une nette préférence pour l'option « *exit* »⁹¹. Il faut également tenir compte de l'asymétrie de l'information entre dirigeants et actionnaires qui, elle non plus, n'est pas de nature à renforcer la loyauté des propriétaires. Les investisseurs savent que les dirigeants en savent plus long qu'eux sur leur société, et que de ce fait ils sont une victime potentielle de leur opportunisme.
- 125 Les intérêts des dirigeants sont déterminés par l'investissement à long terme dans le capital humain et par les débouchés qu'offre le marché à la marchandise que constitue la force de travail⁹². Il ne leur est pas possible de répartir le risque auquel ils sont exposés ni de transférer *ad libitum* leur capital humain, et leurs investissements en capital humain sont perdus s'ils quittent la société qu'ils dirigent (par ex. les qualifications spécifiques à l'entreprise). Leurs intérêts coïncident plutôt avec ceux d'une organisation visant la préservation des acquis. Opter pour « *exit* » n'est pas la stratégie de prédilection des dirigeants. Car ils disposent par ailleurs de plus d'informations sur leur société que les actionnaires, et il leur est ainsi possible d'utiliser ce savoir pour leur propre bénéfice.
- 126 Ces différences créent également plusieurs contextes d'opportunité favorables à l'opportunisme : l'asymétrie de l'information favorise l'émergence de l'opportunisme

des dirigeants. Le pouvoir d'opter à tout moment pour un « *exit* » favorise l'opportunisme des actionnaires.

127 Nous pouvons soutenir ici que les stock-options ne permettent pas de résoudre le conflit d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, mais qu'elles ont plutôt pour effet de saper la loyauté des dirigeants envers l'organisation. Cette loyauté repose sur la relation *durable* qu'entretiennent les dirigeants avec leur société⁹³. Cette relation naît des investissements dans le capital social (confiance, marché interne de l'emploi) et dans ce capital humain particulier à l'entreprise et qui perd toute valeur hors de ses murs.

128 Plus les bénéfices à court terme que promettent les stock-options se situent au-dessus des perspectives de revenus qui se présentent aux dirigeants sur le marché du travail interne à la société, plus la tentation de l'opportunisme sera forte⁹⁴. L'opportunisme, qui naît de l'asymétrie de l'information entre dirigeants et actionnaires (et qui permet aux dirigeants de manipuler les cours de l'action à leur profit), se conjugue alors avec l'opportunisme propre à l'option « *exit* ».

Voici un exemple à titre d'illustration : Kenneth Lay, ancien PDG du groupe Enron, a gagné quelque 141 millions de dollars en 2000, dont 131 millions de dollars issus de la cession de stock-options. Quelque 93 % des revenus de K. Lay sont donc le fruit des manipulations frauduleuses commises par les dirigeants d'Enron. Quand les stock-options offrent des perspectives de revenus aussi exorbitantes, ce n'est plus guère la loyauté envers la société qui guide l'action de ses dirigeants ; la stratégie dominante est alors le recours accru à l'option « *exit* »⁹⁵.

Le processus de différenciation fonctionnelle a réparti les fonctions de l'entrepreneur-propriétaire sur plusieurs rôles : les actionnaires sont les propriétaires et les investisseurs, et ce sont eux qui portent le risque. Ils représentent une partie de « l'environnement » de l'organisation, à savoir les marchés financiers. Les dirigeants pour leur part, en leur qualité de patron et d'innovateur, sont responsables du destin et du succès de l'organisation. Il est attendu d'eux qu'ils se montrent loyaux envers l'organisation⁹⁶. Les stock-options développent toutefois la tendance chez les dirigeants à déplacer leurs intérêts vers les marchés financiers. La structure de leurs motivations n'est plus tant déterminée par la perspective intérieure liée à leur appartenance à l'organisation que par la perspective extérieure qu'offrent les marchés financiers. Les stock-options ne renforcent en rien la loyauté des dirigeants envers les actionnaires (qu'ils ne connaissent d'ailleurs pas dans la plupart des cas), elles réduisent à l'inverse leur loyauté envers leur société, et elles posent avec plus d'acuité le problème de l'opportunisme (manipulation des cours des actions).

129 Les stock-options sont donc un mécanisme de transfert qui injecte directement dans les stratégies d'action des dirigeants la logique selon laquelle opèrent les marchés boursiers. Leur motif prédominant est dès lors le cours de l'action.

XI. Conclusions

130 a) Le capitalisme financier marque une étape supplémentaire dans l'évolution des systèmes de production capitalistes. Il se caractérise par une configuration particulière des institutions qui faisait l'objet de la présente contribution.

- 131 Par le biais d'une re-concentration de la propriété, les fonds d'investissement sont devenus les acteurs centraux de ce système. Ces « nouveaux » propriétaires ont d'un côté le pouvoir d'influer sur la politique menée par les entreprises, d'un autre côté, ils sont des propriétaires peu stables puisqu'ils revendent leurs participations au bout de 20 mois en moyenne. La combinaison entre « *exit* » et « *voice* » favorise une forme particulière de l'opportunisme, à savoir l'orientation vers une maximisation court-termiste des profits.
- 132 Les fonds d'investissement se livrent une concurrence mondiale pour réaliser des rendements les plus élevés possibles. Ils transfèrent cette concurrence dans les entreprises et forcent leurs dirigeants d'orienter leur stratégie sur le cours de l'action et le rendement (« *shareholder value* »). Les OPA hostiles, le marché du contrôle des entreprises et les stock-options sont ces mécanismes de transfert qui transplantent le mode de fonctionnement des marchés boursiers dans les structures de contrôle internes des entreprises (financiarisation).
- 133 Les OPA hostiles sont une innovation radicale du marché financier, et elles ont limité avec efficacité l'autonomie des dirigeants. Elles développent surtout leurs effets sous la forme d'une « menace crédible ». Les quelques rares OPA hostiles effectivement menées à terme ont discipliné les dirigeants de centaines de sociétés américaines, les contraignant à respecter les principes de la « *shareholder value* ». Le rachat du sidérurgiste allemand Mannesmann par le groupe britannique Vodafone en fut un exemple spectaculaire qui agit aujourd'hui encore par l'effet du potentiel de menace qu'il contient pour tout rachat d'entreprise.
- 134 La capitalisation de promesses de paiement futures est une fonction centrale du marché boursier. La capitalisation boursière d'une société ne correspond cependant qu'à un « capital fictif ». C'est la raison pour laquelle les marchés boursiers offrent un ensemble d'opportunités favorable au « *moral hazard* ». Le krach boursier de 2001 et les affaires de fraude affectant les groupes Enron et WorldCom ne sont pourtant pas en principe des cas nouveaux, car ils s'inscrivent à la suite d'une longue série de scandales qui ébranlent les bourses depuis de XVIII^e siècle.
- 135 La constellation du marché financier, « *nouvelle* » par son principe, réside dans le fait que la logique de fonctionnement des opérations des marchés boursiers se transpose *directement* dans les stratégies et les structures de contrôle internes des entreprises. Du fait de la suppression des amortisseurs, l'économie réelle se trouve plus fortement exposée aux chocs survenant sur les marchés financiers. Il est dans l'intérêt des fonds d'investissement d'éliminer les amortisseurs susceptibles de protéger les entreprises de l'influence des marchés financiers. L'exigence de distribuer en totalité aux actionnaires le flux de trésorerie disponible (« *free cash flow* ») a un impact négatif par exemple sur le potentiel d'autofinancement des entreprises. Un autre exemple en est l'assurance retraite d'entreprise qui constituait jusqu'à présent une source de financement pour les entreprises allemandes ; aujourd'hui, celle-ci est de plus en plus souvent externalisée, c'est-à-dire transférée à des gestionnaires (externes) de fonds de pension⁹⁷.
- 136 Le régime du capitalisme financier génère une tendance à la hausse des coûts du capital (fort rendement sur capitaux propres). Les entreprises qui, bien que réalisant des profits, ne parviennent pas à atteindre les objectifs exorbitants de rendement, doivent être vendues ou devront cesser leur activité. Ce credo des fonds d'investissement n'a rien pour dynamiser leur croissance, il tend au contraire à l'inhiber.

- 137 b) Si le capitalisme financier marque une étape supplémentaire dans l'évolution des systèmes de production capitalistes, il faut se demander si cette évolution s'est accompagnée d'une « rationalisation » supplémentaire de ce système⁹⁸. Par *rationalisation*, il faut entendre ici l'ouverture universelle de perspectives de marché, la professionnalisation du système économique et l'objectivation des rapports de domination.

Dans le système économique, le *principe de l'ouverture universelle des perspectives de marché* est mis en œuvre par le marché et la concurrence. Ce sont les marchés financiers mondiaux qui constituent le centre fonctionnel du capitalisme financier ; les barrières aux transactions ayant été pour la plupart abolies, il y règne une concurrence quasi-totale. Cette concurrence s'est transmise au marché des biens comme au marché du travail. En Allemagne et au Japon, pays connus pour leur pratique de limitation de la concurrence et du contrat relationnel (« *relational contracting* »), on a vu par exemple disparaître peu à peu au cours des années écoulées les réseaux et les cartels cachés qui sont marqués par leurs caractéristiques ascriptives et leur principe de clôture sociale.

Les effets de l'ouverture progressive des perspectives de marché sont toutefois paradoxaux. Nous observons non pas une réduction mais une hausse des inégalités sociales. Cela est particulièrement vrai aux États-Unis et dans les autres États néo-libéraux où la mutation des institutions décrite dans la présente contribution a pris son essor dès le milieu des années 1970⁹⁹. Lindblom résume ce problème par cette simple formule : « *market systems produce inequality of income and wealth*¹⁰⁰ ». La concurrence des marchés au sein du capitalisme financier est aujourd'hui plus acharnée. L'augmentation des inégalités sociales constatée par de nombreuses études consacrées à ces États n'a donc rien d'étonnant.

Une autre caractéristique du capitalisme financier est la professionnalisation de la fonction de propriétaire. En comparaison avec les petits actionnaires du régime du capitalisme managérial, les fonds d'investissement sont des propriétaires professionnels. Nous avons toutefois montré que ces intermédiaires financiers sont à l'origine d'importants problèmes « d'agence » (« *agency* »). Il a été démontré par de nombreuses études que le rendement supérieur réalisé par les fonds d'investissement professionnels ne suffit pas à couvrir les coûts de transaction de ces institutions¹⁰¹. Ce constat formulé par Galbraith vaut pour les fonds d'investissement aussi: « Chaque organisation a un objectif principal: le désir de se maintenir soi-même¹⁰². »

Le contrôle qu'exercent les fonds d'investissement sur les entreprises est abstrait, anonyme et objectif, c'est-à-dire qu'il ne se manifeste pas sous la forme d'une subordination personnelle, mais au travers de forces du marché anonymes et mondiales. Or ceux qui contrôlent sont soumis au même mécanisme de contrôle que celui qu'ils appliquent aux dirigeants des grandes sociétés par actions. Ceux parmi les fonds d'investissement qui régressent dans la course aux plus forts rendements sont soumis comme ces dernières au principe du « *Fix it, sell or close* ». Ceux qui contrôlent reproduisent dans leur pratique un système dans lequel ils sont eux-mêmes contrôlés en tant qu'acteurs. « Leur mouvement social propre a pour les échangistes la forme d'un mouvement de choses qu'ils ne contrôlent pas, mais dont ils subissent au contraire le contrôle¹⁰³. »

XII. Glossaire

Golden parachute : Le « parachute doré » désigne une clause dans les contrats de travail des dirigeants de sociétés, qui prévoit que ceux-ci perçoivent de fortes indemnités dans le cas d'une OPA (hostile).

Greenmail, ou *paiement pour chantage financier* : Dans un premier temps, une société « hostile » acquiert une part relativement élevée des actions d'une société-cible (« *target firm* »). La participation doit être suffisamment conséquente pour que l'OPA hostile brandie comme une menace soit « crédible ». Dans un deuxième temps, la société hostile contraint les dirigeants de la société-cible de racheter ce paquet d'actions à une cours nettement supérieur (afin d'échapper à l'OPA hostile). Les victimes de ce procédé sont les actionnaires de la société-cible, étant donné que la prime exigée par la société hostile réduit les bénéfices de la société et partant, les dividendes.

Styles d'investissement

Momentum investor : Ces investisseurs suivent la tendance du marché. Ils acquièrent des actions dont le cours a grimpé durant une certaine période. Ils revendent des actions dont les cours ont chuté durant une certaine période. Les « *momentum investors* » amplifient une tendance du marché. Les « *daytraders* » pratiquent une forme extrême du « *momentum-investment* ».

Agressive growth/growth : Le gestionnaire de fonds acquiert des actions de sociétés qui ne réalisent pas de bénéfices ou peu de bénéfices au moment où elles publient leur dernier bilan – et ce, parce qu'il prévoit que le chiffre d'affaires et donc les bénéfices de ces sociétés vont connaître un rapide essor. Ces fonds de placement sont à hauts risques.

Value : Le gestionnaire de fonds acquiert essentiellement des actions de sociétés cotées dans les grands indices boursiers (par exemple le DAX allemand) et qui présentent un ratio cours/bénéfices (« *price-earnings ratio* ») relativement faible.

Income : Le gestionnaire de fonds acquiert des actions de sociétés versant les plus forts dividendes. Ces fonds recherchent surtout un versement continu des bénéfices.

Poison pill : La « pilule empoisonnée » désigne une stratégie que mène le management pour parer à une OPA hostile. On propose aux actionnaires de la société l'option d'acquérir à un prix inférieur des actions supplémentaires. Cette option exclut l'instigateur de l'OPA hostile (« *raider* »). On multiplie ainsi le nombre d'actions que devrait acheter le « *raider* » pour prendre le contrôle de la société.

Short selling, ou *vente à découvert* : Le spéculateur « emprunte » une action qui ne lui appartient pas et la revend. Il spéculer sur une baisse du cours et espère pouvoir racheter cette action lorsqu'elle aura vu baisser son cours, avant de la rendre à celui à qui elle a été « empruntée ». Le « *short selling* » est donc une spéculation à la baisse susceptible de faire baisser le cours d'une action.

- 138 *Spread* : Il s'agit de la différence entre le prix d'achat et le prix de vente d'une action (ou d'une monnaie) sur une place boursière.

BIBLIOGRAPHIE

- Aglietta, Michel (2001) : « Systèmes financiers et régimes de croissance », *Revue d'économie financière*, 61, p. 1-34.
- Baker, Tom (éd.) (2002) : *Embracing Risk: The Changing Culture of Insurance and Responsibility*, Chicago : University of Chicago Press.
- Beck, Thorsten / Levine, Ross (2002) : « Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-based System Matter? », *Journal of Financial Economics*, 64, p. 147-180.
- Berle, Adolf / Means, Gardiner (1997 [1932]) : *The Modern Corporation and Private Property*, New York : Macmillan.
- Clement, Michael / Senyo, Tse (2005) : « Financial Analyst Characteristics and Herding Behavior in Forecasting », *Journal of Finance*, 60, p. 307-341.
- Cooley, Charles H. (1967 [1902]) : *The Human Nature and the Social Order*, New York : Schocken.
- Crozier, Michel (1963) : *Le phénomène bureaucratique*, Paris : Seuil.
- Davis, Gerald / Stout, Suzanne (1992) : « Organization Theory and the Market for Corporate Control », *Administrative Science Quarterly*, 37, p. 605-633.
- Deutsche Bundesbank (2001) : « Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) », *Monatsbericht*, avril 2001, p. 15-44.
- Deutschmann, Christoph (2005) : « Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise », *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, n° 45 (Finanzmarkt-Kapitalismus), Wiesbaden : VS, 2005, p. 58-84.
- DiMaggio, Paul / Powell, Walter (1983) : « The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields », *American Sociological Review*, 48, p. 147-160.
- Fama, Eugene (1991) : « Efficient Capital Markets: II », *Journal of Finance*, 46, p. 1575-1617.
- Feldman, Gerald D. (2005) : « Banks, Bankenmacht, and Financial Institutions from 1900 to 1933 », *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, n° 45 (Finanzmarkt-Kapitalismus), Wiesbaden : VS, 2005, p. 316-330.
- Froot, Kenneth et al. (1992) : « Shareholder Trading Practices and Corporate Investment Horizons », *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, p. 42-58.
- Galbraith, John K. (1970) : *Die moderne Industriegesellschaft*, Munich : Droemer.
- Gompers, Paul / Metrick, Andrew (2001) : « Institutional Investors and Equity Prices », *The Quarterly Journal of Economics*, 116, p. 229-259.
- Hall, Brian / Murphy, Kevin (2000) : *Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options*, Cambridge (Mass.) : National Bureau of Economic Research (Working Paper No. 7548).
- Hall, Peter / Soskice, David (2001) : *Varieties of Capitalism*, Oxford : Oxford University Press.
- Hawley, James / Williams, Andrew (1996) : *Corporate Governance in the United States: The Rise of Fiduciary Capitalism*, Graduate Business School, Saint Mary's College of California (Working Paper).
- Hayek, Friedrich (1945) : « The Use of Knowledge in Society », *The American Economic Review*, 35, p. 519-530.

- Hayek, Friedrich (1976) : *Individualism and Economic Order*, London : Routledge & Kegan.
- Hellwig, Martin (1998) : « Banks, Markets, and the Allocation of Risks in an Economy », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154, p. 328-345.
- Hickson, David et al. (1971) : « A Strategic Contingencies' Theory of Intraorganizational Power », *Administrative Science Quarterly*, 16, p. 216-229.
- Hilferding, Rudolf (1915) : « Arbeitsgemeinschaft der Klassen? », *Der Kampf*, 8, p. 321-329.
- Hilferding, Rudolf (1955 [1910]) : *Das Finanzkapital*, Berlin : Dietz Verlag.
- Hirschman, Albert (1970) : *Exit, Voice, and Loyalty*, Cambridge : Harvard University Press.
- Höpner, Martin (2005) : « Sozialdemokratie, Gewerkschaften und organisierter Kapitalismus, 1880–2002 », *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, n° 45 (Finanzmarkt-Kapitalismus), Wiesbaden : VS, 2005, p. 196-221.
- Hong, Harrison / Kubik, Jeffrey (2003) : « Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts », *Journal of Finance*, 58, p. 313-351.
- Hotchkiss, Edith / Strickland, Deon (2003) : « Does Shareholder Composition Matter? Evidence from the Market Reaction to Corporate Earnings Announcements », *Journal of Finance*, 58, p. 1469-1498.
- Hradil, Stefan (2005) : « Warum werden die meisten entwickelten Gesellschaften wieder ungleicher? », *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, n° 45 (Finanzmarkt-Kapitalismus), Wiesbaden : VS, 2005, p. 460-483.
- Jürgens, Ulrich et al. (2000) : « Shareholder Value in an Adverse Environment: The German Case », *Economy and Society*, 29, p. 54-79.
- Kaneda Mitsuhiro / Matsui, Akihiko (2003) : *Do Profit Maximizers Maximize Profit?*, School of Foreign Service, Georgetown University, Washington, DC (Working Paper).
- Kaufman, Allen / Englander, Ernest (1993) : « Kohlberg Kravis Roberts & Co. and the Restructuring of American Capitalism », *Business History Review*, 67, p. 52-97.
- Keynes, John Maynard (1970 [1936]) : *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London : Macmillan.
- Kini, Omesh et al. (2004) : « The Nature of Discipline by Corporate Takeovers », *Journal of Finance*, 59, p. 1511-1552.
- Knorr Cetina, Karin / Brügger, Urs (2005) : « Globale Mikrostrukturen der Weltgesellschaft. Die virtuellen Gesellschaften von Finanzmärkten », *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, n° 45 (Finanzmarkt-Kapitalismus), Wiesbaden : VS, 2005, p. 145-171.
- Kotz, David (1978) : *Bank Control of Large Corporations in the United States*, Berkeley : University of California Press.
- Lakonishok, Josef et al. (1992) : « The Structure and Performance of the Money Management Industry », *Brookings Papers on Economic Activity (Microeconomics)*, p. 339-391.
- La Porta, Rafael et al. (1998) : « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, 106, p. 1113-1155.
- Lindblom, Charles (2001) : *The Market System*, New Haven : Yale University Press.
- Luhmann, Niklas (1977) : « Interpenetration: Zum Verhältnis personaler und sozialer Systeme », *Zeitschrift für Soziologie*, 6, p. 62-76.
- Luhmann, Niklas (1990) : *Ökologische Kommunikation*, Opladen : Westdeutscher Verlag.

- Manow, Philip (2005) : « Globalisierung, "Corporate Finance" und koordinierter Kapitalismus. Die Alterssicherungssysteme als (versiegende) Quelle geduldigen Kapitals in Deutschland und Japan », *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, n° 45 (Finanzmarkt-Kapitalismus), Wiesbaden : VS, 2005, p. 242-275.
- Marsh, Paul (1991) : « Market Assessment of Company Performance », in : Dimsdale, Nicholas / Prevezer, Martha (éd.) : *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford : Clarendon Press, p. 66-98.
- Marx, Karl (1970a [1867]) : *Das Kapital, Band 1*, Berlin : Dietz Verlag (MEW, t. 23). Edition française : Marx, Karl (1993) : *Le Capital, Livre Premier*, ouvrage publié sous la responsabilité de Jean-Pierre Lefebvre, Paris : Presses Universitaires de France (Quadrige).
- Marx, Karl (1970b [1894]) : *Das Kapital, Band 3*, Berlin : Dietz Verlag (MEW, t. 25).
- Miller, Merton (1990) : « Leverage », *Economic Sciences* (Nobel Lectures, Sveriges Riksbank), p. 291-300.
- Mintz, Betz / Schwartz, Michael (1985) : *The Power Structure of American Business*, Chicago : The University of Chicago Press.
- Modigliani, Franco / Miller, Merton (1958) : « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, 48, p. 261-297.
- Offe, Claus / Wiesenthal, Helmut (1980) : « Two Logics of Collective Action », *Political Power and Social Theory*, 1, p. 67-115.
- Olson, Mancur (1965) : *The Logic of Collective Action*, Cambridge : Harvard University Press.
- Pound, John (1992) : *The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control* (Working Paper), Harvard University.
- Shiller, Robert (2000) : *Irrational Exuberance*, Princeton : Princeton University Press.
- Simon, Herbert (1978) : « Rational Decision-Making in Business Organizations », *Economic Sciences* (Nobel Lectures, Sveriges Riksbank), p. 343-370.
- Smith, Adam, (1991 [1776]) : *The Wealth of Nations*, New York : Knopf.
- Strulik, Torsten (2000) : « Funktionen und Folgen privater Rating-Agenturen im Kontext der Regulierung globaler Finanzmärkte », *Soziale Welt*, 51, p. 443-462.
- Wahal, Sunil (1996) : « Pension Fund Activism and Firm Performance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, p. 1-23.
- Weber, Max (1964) : *Wirtschaft und Gesellschaft*, Köln : Kiepenheuer & Witsch.
- Wedderburn, Kenneth (1985) : « The Legal Development of Corporate Responsibility: For Whom Will Corporate Managers Be Trustees? », in : Hopt, Klaus / Teubner, Gunther (éd.) : *Corporate Governance and Directors' Liabilities*, Berlin : de Gruyter, p. 3-54.
- Wehler, Hans-Ulrich (1974) : « Der Aufstieg des Organisierten Kapitalismus und Interventionsstaates in Deutschland », in : Winkler, Heinrich August : *Organisierter Kapitalismus*, Göttingen : Vandenhoeck & Ruprecht, p. 36-57.
- Weins, Cornelia (2005) : « Die Entwicklung der Lohnungleichheit in Deutschland und den USA zwischen 1980 und 2000 », *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, n° 45 (Finanzmarkt-Kapitalismus), Wiesbaden : VS, 2005, p. 484-503.

Wellhöner, Volker (1989) : *Großbanken und Großindustrie im Kaiserreich*, Göttingen : Vandenhoeck & Ruprecht.

Williamson, Oliver (1988) : « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, 43, p. 567-591.

Windolf, Paul (2002) : *Corporate Networks in Europe and the United States*, Oxford : Oxford University Press.

Windolf, Paul (2003) : « Korruption, Betrug und Corporate Governance in den USA: Anmerkungen zu Enron », *Leviathan*, 31, p. 185-218.

Wixforth, Harald (1995) : *Banken und Schwerindustrie in der Weimarer Republik*, Köln : Böhlau.

Ziegler, Dieter (2005) : « Das deutsche Modell bankorientierter Finanzsysteme (1848-1957) », *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, n° 45 (*Finanzmarkt-Kapitalismus*), Wiesbaden : VS, 2005, p. 276-293.

NOTES

1. Dans une publication considérée comme un « classique » du financement des entreprises, Modigliani et Miller (1958) démontrent qu'il est indifférent pour une entreprise d'être financée par des actions ou le recours à un crédit. Dans les deux cas, le coût du capital est identique. Leur modèle ne s'applique toutefois que si l'on fait abstraction des coûts de transaction, c'est-à-dire du contexte institutionnel qui est l'objet de la présente contribution. Voir aussi à ce propos Miller (1990).

2. Les publications scientifiques établissent une distinction entre les systèmes de financement s'appuyant surtout sur le marché extérieur (*market-based* ; actions par exemple) et ceux privilégiant le crédit bancaire (*bank-based*). La question qui se pose dès lors est la suivante : « *Are market-based or bank-based financial systems better at financing the expansion of industries?* » (Beck / Levine [2002], p. 147). Voir aussi à ce propos Ziegler (2005).

3. Dans *Das Finanzkapital* [Le capital financier], Hilferding (1955) évoque à plusieurs reprises la « suprématie des banques » : p. 93, 117, 163, 250, 275, et surtout p. 334 sq.

4. Nombre de participations que détenait en 1995 la Deutsche Bank dans les entreprises industrielles allemandes ont été acquises lors de programmes de restructuration antérieurs, par exemple : les 45 % de Klöckner-Humboldt-Deutz, les 16,6 % de Metallgesellschaft ou les 12,8 % de Südzucker. Source : Deutsche Bank, Rapport annuel 1995, p. 52.

5. Hilferding (1915), p. 322.

6. Wehler (1974).

7. Voir à ce propos les études de cas menées pour la période précédant la première Guerre mondiale in Wellhöner (1989), et pour celle de la République de Weimar in Wixforth (1995). Voir également Feldman (2005).

8. Voir à ce propos Höpner (2005). Rudolf Hilferding, fils d'un commerçant juif de Vienne, a été arrêté en février 1941 à Marseille par les autorités du régime de Vichy et livré à la gestapo. Il est mort le même mois dans une prison parisienne.

9. Williamson (1988), p. 578, remarque que dans le cas de stratégies d'entreprise à haut risque, les risques sont inégalement répartis entre les banques (créanciers) et les actionnaires : « ... *penalties would accrue to debtholders in the event of failure and [high profits] would be captured by equity should the project succeed* ».

10. Il apparaît ainsi que le type de financement des entreprises influe également sur la structure des systèmes nationaux d'innovation. Voir à ce sujet la distinction qu'opèrent Hall et Soskice

(2001), p. 38 sq., entre innovations incrémentales et radicales (« *incremental and radical innovations* »).

11. Intitulé d'un article publié par La Porta et al. (1998).

12. Williamson (1988).

13. Ceci ne vaut cependant que si l'on se livre à une classification sommaire. Aux États-Unis aussi, les banques octroient des crédits ; et en Allemagne, les entreprises se financent aussi sur les marchés boursiers. Néanmoins, durant la période 1980-89, c'est au Japon et en Allemagne que les banques ont octroyé le plus de crédits aux entreprises. En proportion du PIB, leur part était de 96 % au Japon et de 82 % en Allemagne ; aux États-Unis, elle n'était que de 66 %. Source : Beck / Levine (2002), p. 177, Table 7.

a. La « *Hausbank* » est une particularité allemande. Les petites et moyennes entreprises recourent généralement au crédit bancaire d'un établissement (souvent une caisse d'épargne) ancré dans leur région et avec lequel elles entretiennent des relations de confiance durables [N.d.T.].

14. Source : Hotchkiss / Strickland (2003), p. 1474 ; voir aussi Gompers / Metrick (2001), p. 234-235, Tables 1, 11.

15. « Les fonds étrangers rebattent les cartes sur le marché [allemand] », titrait un article paru dans le quotidien économique *Handelsblatt* (10 mars 2005, p. 21). En 2004, les recettes nettes réalisées en Allemagne par les fonds d'investissement s'élevaient à 24,1 milliards d'euros ; cela équivalait à une baisse de 57,2 % par rapport à 2003. Ce sont surtout les fonds d'investissement allemands qui ont vu fondre leurs dépôts, alors que ceux des fonds étrangers étaient en hausse (ceux d'AXA passaient de 1,6 à 3,8 milliards d'euros ; ceux de Franklin Templeton Investment, de 1,3 à 2,5 milliards d'euros). Cette évolution dans la répartition des parts de marché au bénéfice des fonds d'investissement étrangers révèle combien la concurrence est acharnée sur les marchés financiers européens.

16. On trouvera un aperçu des publications afférentes in Kaneda / Matsui (2003), p. 16-19. Voir aussi Simon (1978) et Galbraith (1970), p. 162.

17. La thèse de la « séparation entre propriété et contrôle » (Berle / Means [1997]) et celle de « l'autonomie des dirigeants » qui en découle tranche avec celle de la « suprématie des banques » défendue par Hilferding. Aux États-Unis, cette dernière était défendue principalement par Kotz (1978), ainsi que Mintz / Schwartz (1985).

18. Source : Hawley / Williams (1996), Annexe, Tables.

19. Source : Froot et al. (1992), p. 42. Calculs de l'auteur : $100 : 12 = 8,3$ (ans) ; $100 : 73 = 1,4$ (ans).

20. Source : http://boerse.ard.de/key=dokument_79411 (février 2005).

b. Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz [N.d.T.].

21. Source : http://boerse.ard.de/key=dokument_79411 (février 2005).

22. Marx (1970a), p. 100.

23. Un bon exemple pour des dysfonctionnements dans le process de production qui réduisent la valeur d'usage d'une marchandise est la « voiture du lundi » (« *Montags-Auto* »). [Cette expression désigne une voiture cumulant les vices de fabrication ; N.d.T.].

24. Hayek (1945), p. 527.

25. Nous avancerons plus loin que les marchés financiers ne sont pas le lieu où se décident des échanges *factuels*, mais des actes d'échange futurs (*fictifs*).

26. La capitalisation (= cours de l'action) ne peut être calculée que dans l'hypothèse (exogène) d'un taux d'intérêt supposé. C'est la raison pour laquelle Alan Greenspan est en mesure de manipuler les cours de la bourse de New York. Si le Federal Reserve Board baissait les taux d'intérêt, le coût des capitaux pourrait tomber à 4 %. L'équation (2) se présenterait alors ainsi : $(10 \text{ euros}/4) \times 100 = 250 \text{ euros}$. La baisse de 1 % du coût moyen du capital se traduit ainsi (en théorie !) par une hausse de 50 euros du cours de l'action.

27. Marsh (1991), p. 68. Il convient de dissocier la problématique ici décrite des modèles de « *capital asset pricing* », quel que soit le modèle retenu. Dans tous les cas doivent être définis de

manière exogène deux facteurs de risque : un facteur de risque déterminant la probabilité avec laquelle la promesse de paiement sera tenue (rendement). Le deuxième facteur devant être intégré de manière exogène dans le modèle est celui du coût moyen du capital. Voir à ce sujet Fama (1991), p. 1575 sq.

28. Hayek (1976), p. 153-157.

29. Voir à ce sujet Marx (1970b), p. 484 : « On appelle capitaliser la création du capital fictif. » [...] « Tout lien avec le processus *réel* de valorisation du capital disparaît ainsi sans laisser de traces, et la vision du capital comme un automate se valorisant par lui-même s'installe durablement. » (souligné par l'auteur). Hilferding (1955), p. 142 sq. livre une définition analogue.

30. Fama (1991), p. 1575.

31. Berle / Means (1997), p. 259.

32. Les marchés financiers opèrent avec un faible rapport signal sur bruit (« *signal to noise ratio* »). Ce ratio mesure le rapport entre un signal et le bruit environnant (« *white noise* »). Sur les marchés financiers, qui traitent un flux ininterrompu d'informations (non pertinentes), le « bruit de l'environnement » est particulièrement fort.

33. Luhmann (1977), p. 68.

34. Keynes (1970), p. 156.

35. Il ne s'agit pas de prendre une décision dans la semaine c'est-à-dire après avoir analysé les faits et collecté des informations complémentaires. La décision doit se prendre *hic et nunc*. C'est précisément cela qui – selon les économistes de la finance – est déterminant pour l'efficacité du marché financier. Plus les marchés réagissent vite en traduisant au niveau des prix les informations décisives, plus leur efficacité est grande. Celui qui réagit trop tard a perdu d'avance.

36. L'analyse technique des actions ne recourt pas à des données exogènes (économie réelle), mais s'appuie exclusivement sur des données endogènes (données boursières). La réaction des acteurs du marché ne peut être déduite (extrapolée) que des réactions des acteurs du marché. En ce sens, la technique d'analyse des actions repose exclusivement sur des attentes d'attentes.

37. I/B/E/S (*Institutional Brokers Estimate System*) est une institution privée jouant un rôle clé dans l'auto-régulation des analystes aux États-Unis. Elle publie tous les trimestres les prévisions (*earnings per share*) de tous les analystes et calcule le « *consensus forecast* » que nous définissons ici comme un indicateur des attentes d'attentes. Les données collectées par I/B/E/S permettent une reconstruction complète des anticipations effectuées pour chaque société par les analystes. Ces données contiennent aussi des informations sur la banque d'investissement où était employée une analyste et permettent ainsi de reconstruire l'évolution de sa carrière (ascension/déclin). C'est sur ces données que repose par exemple l'étude de Hong et Kubik (2003) sur laquelle nous reviendrons plus loin.

38. « *We classify forecasts as bold if they are above/below the consensus forecast. We classify forecasts that move toward the consensus as herding* » (Clement / Tse [2005], p. 307). Nous avons supprimé quelques éléments dans cette citation. Le « *consensus forecast* » est la moyenne de toutes les prévisions quant au « *earnings per share* », que publie I/B/E/S.

39. Hilferding (1955), p. 147, relève lui aussi ces tendances à la déconnexion : « Une fois qu'elle est créée, l'action devient totalement étrangère au circuit réel du capital industriel qu'elle représente. Les événements et accidents qui la guettent lorsqu'elle circule n'ont aucun impact direct sur le circuit du capital productif. » C'est là à l'évidence une exagération qui ne décrit qu'une seule tendance. Car *post hoc* – c'est-à-dire quand doivent être publiés les bilans de l'exercice écoulé –, les marchés financiers se trouvent toujours reconnectés à l'économie réelle.

40. Voir à ce propos le concept du « *looking-glass self* » de Cooley (1967), p. 179 sqq.

41. Luhmann (1990), p. 40 sq.

42. Smith (1991), p. 13, chap. II.

43. Nous utiliserons ci-dessous le terme « agence » (« *agency* ») pour décrire en la résumant la problématique « *principal-agent* »-coûts/problèmes.
44. Il serait économiquement plus rationnel de revenir sur le partage du travail et de faire soi-même son pain. Les clients qui désirent conclure un contrat portant sur une retraite financée par le marché boursier ne disposent pas de la même possibilité.
45. Si, au lieu du boulanger, nous avons pris comme exemple le charcutier (et la problématique de la « vache folle »), le problème du contrôle aurait perdu toute sa banalité.
46. Les spéculateurs à la baisse gagnent de l'argent par la vente à découvert (« *short selling* ») de cours d'actions *en baisse* (et non pas en hausse). La vente à découvert (tout comme les attentes d'attentes) peut dégénérer en un mécanisme qui s'auto-amplifie (chute des cours). Voir le glossaire en annexe.
47. Voir la définition dans le glossaire en annexe.
48. Voir Knorr Cetina / Brügger (2005), p. 158 sq.
49. Nous dénommerons ci-après « fonds d'investissement » (abréviation FI) l'ensemble des investisseurs institutionnels. En font partie les fonds d'investissement et de pensions, les compagnies d'assurance et les banques (d'investissement).
50. Source : Financial Market Trends (OCDE), n° 80, septembre 2001, p. 46-51.
51. Lakonishok et al. (1992), p. 364.
52. Lakonishok et al. (1992), p. 367.
53. « *The combination of performance pressures and "trust me" reporting has predictable results. There are rampant abuses in advertised performance records among investment managers.* » Source : *The CPA Journal*, avril 1994, <http://www.nysscpa.org/cpajournal/old/15410259.htm> (avril 2005).
54. C'est sur les données collectées par cette agence que repose l'étude de Lakonishok et al. (1992) citée plus haut.
55. Sur l'écran d'accueil du site du CFA figure par exemple la mention suivante : « *On 4th February 2005, the CFA Institute Board of Governors approved the revised Global Investment Performance Standards, or GIPS, which create a Single global standard of investment performance reporting and increases minimum standards worldwide.* » Source : http://www.cfainstitute.org/standards/pips/gips_redraft_2005.html (avril 2005).
56. Il convient ici de faire une distinction supplémentaire : le terme fonds d'investissement (FI) est utilisé pour désigner la société ou la banque (en qualité de propriétaires du fonds). Le terme de « fonds » est utilisé pour désigner les différents fonds de placement ; son sens coïncide souvent avec les différents styles d'investissement.
57. On peut supposer qu'il existe des disparités *nationales* en ce qui concerne l'attitude du public face au risque. Mais cette problématique n'a guère fait l'objet jusqu'ici de publications en sociologie empirique. On trouvera la mention de quelques-uns de ces travaux chez Baker (2002) et Hellwig (1998). L'aversion au risque des investisseurs serait-elle moins prononcée aux États-Unis qu'en RFA ?
58. Dans la plupart des pays développés existent des dispositions légales faisant obligation aux FI d'informer leurs clients des risques inhérents à chaque fonds en particulier. Les associations de protection des consommateurs ont toutefois découvert que cette information est souvent insuffisante.
59. Voir à ce propos Deutschmann (2005).
60. Cette situation est comparable avec la mission d'une banque, qui consiste à transformer en crédits d'investissement à long terme l'épargne à court terme de ses clients. Dans le cas d'une banque, le paramètre de la transformation est un horizon temporel, dans celui d'un FI, un niveau de risque.
61. Hotchkiss / Strickland (2003), p. 1470.
62. Olson (1965), p. 53 sq.

63. Wahal (1996), p. 9 ; Pound (1992). Aux États-Unis, les directeurs exécutifs de l'entreprise peuvent être membres du conseil d'administration ; et souvent, le PDG est également le président du conseil d'administration. La finalité du vote à bulletin secret réside dans le fait que les FI cherchent à éviter qu'au sein du conseil d'administration, les directeurs qui s'opposent au management ne soient par la suite l'objet de sanctions de la part du PDG.
64. Au début de 2005, Werner Seifert, président du directoire de la Deutsche Börse AG, s'apprêtait à reprendre la London Stock Exchange. La tentative de fusion se heurta toutefois à l'opposition de plusieurs FI étrangers qui s'étaient mis d'accord pour la faire échouer. Parmi ceux-ci on comptait le US-Fund Fidelity (détenant 4,5% des actions de la Deutsche Börse), le US-Hedge Fund Atticus Capital (qui en détenait 5,5 %) et le FI britannique Fund TCI. Leurs dirigeants exigeaient de Werner Seifert qu'il reverse aux actionnaires les liquidités dont disposait la Deutsche Börse (environ 1 milliard d'euros) ou qu'il les dédie au rachat de titres. Cet exemple montre par quels biais le management d'une société peut être contraint d'adapter sa stratégie aux intérêts de rendement à court terme propres aux FI. Source : *Süddeutsche Zeitung*, 28 mars 2005 (« Nach geplatzter Übernahme Gezerre um Deutsche Börse-Kriegskasse ») ; *Manager-Magazin*, 7 mars 2005 (« Schlappe für Seifert »).
65. Cette stratégie qui consiste à clouer un manager au pilori est dénommée « *targeting* ».
66. Hirschman (1970), p. 83.
67. Crozier (1963) démontre que le personnel d'entretien dans la manufacture française des tabacs dispose de pouvoir parce qu'ils contrôlent avec efficacité les contingences des technologies de production (dysfonctionnements des machines). Hickson et al. (1971) dénomment ce fait « *coping with uncertainty* ».
68. Hong / Kubik (2003), p. 315-321.
69. 41 % des CEO des grandes sociétés américaines étaient occupés dans ces sociétés depuis 15 ans ou plus avant d'être nommés au poste de CEO (Windolf [2002], p. 139).
70. Clement / Tse (2005), p. 317.
71. Une prévision est considérée comme « optimiste » lorsqu'elle se situe dans le tiers supérieur des estimations publiées par tous les analystes s'occupant de la même société.
72. En matière d'exactitude des prévisions des analystes, les auteurs de l'étude ont classé les 12 336 analystes en percentiles. Pour ceux parmi les analystes qui se trouvaient dans le dernier percentile, le coefficient de régression était significatif (impact négatif sur la probabilité de progresser dans la carrière). Aucun des autres coefficients n'étaient significatifs.
73. Windolf (2003).
74. Strulik (2000), p. 44.
75. Source Standard & Poor's : Ratings Definitions, 18 mars 2003.
76. Source Standard & Poor's : Ratings Definitions, 18 mars 2003. Souligné par l'auteur.
77. Deutsche Bundesbank (2001), p. 20.
78. Il n'existe que trois grandes agences de notation dans le monde entier : Moody's Investors Service (part de marché : environ 40 %), Standard & Poor's (part de marché : environ 40 %) et Fitch Ratings (part de marché : environ 15 %). S&P occupe actuellement quelque 1 250 analystes. Source : *Positionen* (GDV, Der deutsche Versicherer), n° 39, novembre 2004, p. 5 (les parts de marché reposent sur des estimations).
79. Cet « *issuer* » est la société qui a émis des obligations sur le marché financier et qui est évaluée par Standard & Poor's (P.W.).
80. Jürgens et al. (2000) ; voir également l'ensemble des contributions parues dans *Economy and Society*, vol. 29, n° 1, février 2000.
81. De nombreux facteurs, que nous ne décrivons pas ici, déterminent la « valeur » d'une entreprise. On effectue généralement la distinction entre la capitalisation et la valeur comptable d'une entreprise. Sous l'angle de la capitalisation, la « valeur » d'une entreprise réside dans le total du rendement attendu (valeur escomptée des bénéfices, capital fictif). La valeur comptable

tient compte des coûts de production, des coûts de remplacement de l'ensemble des équipements et installations qui constituent la base de calcul de cette valeur (immobilisations, machines, produits, etc.).

82. Davis / Stout (1992), p. 606.

83. Voir à ce propos la description de la société Kohlberg Kravis Roberts (KKR), spécialiste du rachat d'entreprises in : Kaufman / Englander (1993).

84. « Ce type de contrôle [...] soumet la valeur nette actualisée des entreprises à la critique permanente de la communauté financière internationale » (Aglietta [2001], p. 7). Souligné par l'auteur.

85. Source : NYSE Fact Book (2004), Historical Data, All NYSE listed Stocks, calculs de l'auteur.

86. Source : Kini et al. (2004), Table VII, p. 1534 sq. (*CEO turnover*) ; p. 1547 sq. (*market to book ratio*).

87. Mike Milken est un de ces « David », entré dans l'histoire des finances américaine par l'accumulation d'OPA hostiles et d'obligations pourries (« *junk bonds* »). Voir à ce propos la biographie de M. Milken (<http://www.mikemilken.com/biography.taf> ; mars 2004).

88. Berle / Means (1997), p. 8.

89. Il est très vraisemblable que la vente de l'entreprise Herberts (peintures et laques ; filiale du groupe Hoechst) au chimiste DuPont en mars 1999 ou celle de la société MTU (propulseurs ; filiale du groupe DaimlerChrysler) au fonds d'investissement Kohlberg Kravis Roberts (KKR) en décembre 2003 s'est faite dans chaque cas contre la volonté des dirigeants de ces filiales. Herberts a été vendue parce que cette entreprise ne remplissait pas les objectifs de rendement accrus qu'avait fixés le groupe Hoechst après sa restructuration et son repositionnement dans les sciences du vivant et que son activité ne correspondait plus au nouveau cœur de métier du groupe. MTU a été vendue elle aussi en raison de son faible rendement, et parce qu'après la réorganisation de la Bundeswehr, l'industrie de l'armement ne pouvait plus espérer accroître son rendement.

90. Marx (1970b), p. 190.

91. Voir à ce propos l'horizon de placement moyen des fonds de placement dans le tableau 1.

92. Voir à ce propos l'analyse de la configuration spécifique des intérêts des salariés in : Offe / Wiesensthal (1980).

93. 41% des PDG (CEO) des grands groupes américains y étaient employés depuis 15 ans ou plus avant d'en être nommés PDG (Windolf [2002], p. 139). Cette part montre que même aux États-Unis, l'orientation sur le long terme reste l'approche dominante des managers.

94. Au cours de la décennie écoulée, tous les dirigeants des 500 principaux grands groupes américains se sont vu accorder des stock-options. La valeur de (la levée de) ces stock-options représentait en 1992 environ 25 % de leurs revenus ; cette part s'élevait à 40 % en 1998 (Hall / Murphy [2000], p. 1).

95. Windolf (2003).

96. Cette thèse du « *stakeholder* » est à l'évidence discutable. Voir notamment à ce propos Wedderburn (1985).

97. Voir à ce propos Manow (2005).

98. Weber (1964), p. 735-738.

99. Voir à ce propos Hradil (2005) et Weins (2005).

100. Lindblom (2001), p. 248.

101. Voir à ce propos l'étude réalisée par Lakonishok et al. (1992). En moyenne, les rendements des fonds d'investissement sont inférieurs à ceux d'un actionnaire n'investissant que dans un seul indice boursier (par exemple le S&P ou le DAX). Il convient d'en déduire les provisions des gestionnaires (« *money manager* »). Les auteurs concluent : « *These results suggest that [...] active money management subtracted rather than added value* » (Lakonishok et al. [1992], p. 349).

102. Galbraith (1970), p. 162.

103. Marx (1970a [1993]), p. 86.

INDEX

Mots-clés : capitalisme, capitalisation, capital financier

Schlüsselwörter : Kapitalismus, Kapitalisierung, Finanzkapital

AUTEURS

PAUL WINDOLF

Paul Windolf est professeur émérite de sociologie à l'Université de Trève. Pour plus d'informations voir la notice suivante.