

## DOSSIER

# FINANCE ET ENTREPRISES

## LA COURSE CONTRE LA MONTRE

Depuis les années 80, la financiarisation s'est invitée dans nos entreprises.

Ces dernières ont utilisé massivement les marchés boursiers pour se financer. En soi, rien de bien grave. Mais le phénomène s'est amplifié jusqu'à devenir la norme et à modifier la donne. La recherche effrénée de capitaux externes a perverti les logiques entrepreneuriales. En devenant à ce point dépendantes de l'apport de capital des actionnaires et de leur « satisfaction », en les récompensant avec des dividendes substantiels, les entreprises ont cédé à la logique de la rentabilité à court terme. Le tout, au détriment du réinvestissement, de l'innovation. Fondamentalement, c'est le « business » et l'essence même du travail qui s'en sont trouvés modifiés.

## DOSSIER

# FINANCIARISATION DES ENTREPRISES : LA GRANDE SAGA

En 2014, les 40 plus grandes entreprises françaises ont versé 58 milliards de dividendes à leurs actionnaires malgré la crise. Comment est-ce possible ? Retour sur 20 années qui ont bouleversé la finalité des entreprises.

Julien Collinet

### La naissance aux États-Unis

La financiarisation des entreprises trouve son origine outre-Atlantique. Dès la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, certaines compagnies américaines avaient déjà mis en place un système de caisses de retraite pour leurs employés en collectant une partie de leur salaire en vue de leur constituer une future pension. L'État a ensuite encouragé cette pratique à l'aide d'incitants fiscaux. Toutefois, à l'époque, l'argent collecté est massivement réinvesti dans l'entreprise elle-même. En cas de faillite, le risque de voir l'épargne des salariés s'envoler est donc très élevé. Pour limiter ce risque, en 1974, la législation contraint les gestionnaires de ces fonds de pension à ne pas placer tous leurs œufs dans le même panier et à diversifier l'investissement dans d'autres entreprises. Cette loi va profondément bouleverser le mécanisme : des milliards de dollars sont alors injectés sur les marchés.

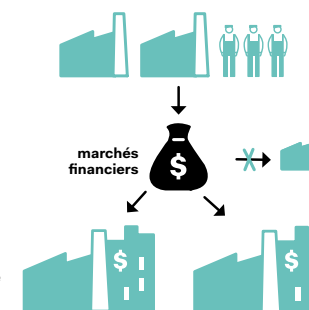
### La mutation des entreprises

Au même moment, le choc pétrolier de 1973 entraîne la multiplication par 4 du prix du baril de pétrole. Les monarchies du Moyen-Orient disposent alors de recettes considérables et recyclent cette manne financière sur les marchés. Les entreprises se sont alors lancées dans une course effrénée pour tenter de capter ces milliards de capitaux en promettant des rendements toujours plus importants. Les entreprises qui ont su vendre leurs actions ont pu croître ou racheter d'autres entreprises et se développer à l'international. Mais, en même temps, le phénomène a totalement modifié l'affectation des bénéfices des entreprises, désormais dirigés en priorité vers les actionnaires aux dépens de l'investissement et des salaires.

**85 % des bénéfices versés en dividendes en 2012 contre 30 % en 1980.**

### Années 80 : quand la financiarisation franchit l'Atlantique

Dans de nombreux pays européens, le système de retraite par répartition<sup>1</sup> reste majoritaire, mais le modèle américain s'est étendu au vieux continent au cours d'une décennie marquée par la déréglementation financière. Par ailleurs, les États ont dû affronter une croissance de leurs déficits. Pour y remédier, ils ont offert



**APRÈS 1974 :** Aux États-Unis, les caisses de retraite injectent l'épargne des salariés sur les marchés financiers. Les entreprises se lancent dans une course effrénée pour capter cet argent.

aux ménages des incitants fiscaux à l'épargne (sicav, assurance vie, épargne retraite...). En Belgique, on a observé un net transfert de la masse salariale vers les dividendes. En pourcentage de masse salariale, ces derniers sont ainsi passés de 4 à 13 % entre 1982 et 2009. Côté français, les entreprises ont distribué 85 % de leurs bénéfices en dividendes en 2012 contre seulement 30 % en 1980. Ce phénomène a profité aux plus grandes sociétés, qui ont réussi à attirer la grande majorité des capitaux sur les marchés. En France, par exemple, les 100 plus grandes entreprises ont capté, à elles seules, 98 % des investissements sur les marchés entre 1992 et 2010.

### La victoire du court-termisme

Depuis 20 ans, les investisseurs institutionnels (banques, assurances, fonds de pension, sicav...) sont donc devenus des acteurs importants des marchés financiers. À l'image de fonds strictement spéculatifs, ces investisseurs exigent des rendements annuels élevés, privilégiant ainsi une stratégie à court terme. Le phénomène est encore amplifié par le système de rémunération par *stock options*, qui permet à son détenteur d'acheter une action dans le futur à la valeur en vigueur au moment de son attribution. Le dirigeant qui la reçoit a donc tout intérêt, pour son enrichissement personnel, à faire monter le cours de l'action le plus rapidement possible. ■

<sup>1</sup> Dans ce système, les cotisations, versées par les travailleurs sont immédiatement utilisées pour payer les pensions des retraités.

# QUAND LA FINANCE TUE L'INNOVATION

La financiarisation a bouleversé la finalité des grandes entreprises, désormais plus concentrées sur la rémunération de leurs actionnaires que sur le progrès technologique. L'entreprise vecteur d'innovation pour la société serait-elle devenue une illusion ?

Julien Collinet

Hormis quelques fonctionnalités mineures, il n'y aurait rien de très innovant dans l'iPhone d'Apple



© Nukamari

Le 11 février dernier, Apple battait un nouveau record. Avec une valorisation boursière dépassant les 700 milliards d'euros, la marque à la pomme devenait la première entreprise américaine à franchir cette barre symbolique. Un succès financier dopé par des résultats trimestriels remarquables liés aux ventes de l'iPhone 6. Il n'y a pourtant rien d'innovant sur cet appareil, hormis quelques fonctionnalités mineures supplémentaires, relève Bernard Guillon, professeur des universités à Skema Business School. Ce succès repose plus sur du marketing, que sur une prouesse technologique. L'idée que la financiarisation des entreprises permettrait aux entreprises de produire de grandes innovations grâce à l'apport de capitaux des marchés a passé son temps. Les critères productifs sont devenus secondaires, poursuit Bernard Guillon. La financiarisation qui était un outil est devenue une finalité. La pression exercée sur le dirigeants pour réaliser des profits rapidement a en effet de nombreuses conséquences. Les actionnaires recherchent de la liquidité à court terme. La financiarisation bloque l'innovation par des contraintes de rentabilité immédiate. Investir en recherche et développement (R&D) pour concevoir un nouveau produit est un processus très

coûteux. À court terme, il implique une baisse des bénéfices compromettant le versement de dividendes immédiats aux actionnaires. Avant la sortie du produit sur le marché, il peut s'écouler un laps de temps relativement long. Dans une logique court-termiste, l'entreprise ne gagnerait pas un euro avant plusieurs années. Sans oublier que nul ne peut garantir que le produit sera un succès technologique et commercial, ce qui représente un grand risque aux yeux des actionnaires.

## La victoire de l'actionariat

Depuis l'avènement de la financiarisation, qui s'est accélérée avec l'explosion de la bulle internet et la crise de 2008, la rémunération des actionnaires semble être devenue la priorité des grandes entreprises. Quand on demande des rendements de 10 %, voire de 15 %, il ne reste pas grand-chose pour investir, explique Thomas Dallery, membre des Économistes atterrés. En se tournant vers les marchés, les entreprises ont trouvé des partenaires beaucoup plus gourmands que les prêteurs. Les fonds d'investissement les plus agressifs demandent des rendements immédiats, dans l'année suivante, sinon dans les six mois. Ce comportement est encore plus symptomatique dans les firmes pharmaceutiques ou des technologies de l'information, censées être les plus innovantes car ce sont vers celles-ci que se tournent massivement les marchés, précise Bernard Guillon. Les statistiques montrent que, pour les huit plus grandes entreprises de ces deux secteurs, les montants dépensés en rachat d'actions et en dividendes sont 2 à 3,5 fois supérieurs aux montants investis en R&D. En 2013, Pfizer a dépensé 6,5 milliards de dollars en R&D et reversé 22 milliards de dollars à ses actionnaires. La déclaration du PDG du géant pharmaceutique, lors du rachat du groupe Hospira, en février dernier, ne cache pas la finalité de l'entreprise. Cela illustre notre engagement à utiliser notre capital pour créer de la valeur pour nos actionnaires et fournir du bénéfice par action croissant à court terme. Outre les dividendes, une large partie des liquidités des grandes entreprises sont utilisées pour racheter des actions. Cette stratégie a un double

effet : le cours de l'action est soutenu, et, en annulant ces actions, le nombre d'actionnaires est réduit, chacun d'entre eux touchant mécaniquement plus de dividendes. Ce phénomène est loin d'être marginal : entre 2003 et 2012, les entreprises du SP 500 (indice boursier basé sur 500 grandes sociétés américaines cotées) ont utilisé 54 % de leurs gains pour racheter leurs propres actions et 37 % pour octroyer des dividendes. Ne reste qu'une somme famélique à consacrer à l'investissement... Si cette stratégie s'avère lucrative à court terme, elle n'est pas sans danger. Larry Fink, le PDG de Blackrock, la première société d'investissement au monde (avec 4000 milliards de dollars d'actifs sous gestion), invitait lui-même les PDG des grandes entreprises à ne pas céder à la tentation de verser trop de cash aux actionnaires au détriment de l'investissement.

« Cela illustre notre engagement à utiliser notre capital pour créer de la valeur pour nos actionnaires et fournir du bénéfice par action croissant à court terme. » Ian Read, PDG de Pfizer

## L'innovation sous perfusion publique

Pourtant, l'innovation semble ne s'être jamais mieux portée. Entre 1950 et 2000, le nombre de brevets déposés a été multiplié par 250. Toutefois, une immense majorité d'entre eux n'ont servi qu'à exploiter des technologies existantes. Il convient de différencier deux types d'innovation. Une « innovation d'exploration », qui tente d'explorer de nouveaux domaines, et l'autre, « d'exploitation », qui s'appuie sur des connaissances existantes. Selon Bernard Guillon, les grandes entreprises profitent de l'exploration publique. Regardez les sociétés pharmaceutiques ! Elles ne font qu'exploiter les découvertes des labos publics. Même Internet est né dans le militaire. Les entreprises l'ont optimisé, mais l'invention reste fondamentalement publique.

Un exemple frappant est (à nouveau) l'iPhone ou l'iPad d'Apple. Comme l'a démontré Mariana Mazzucato (University of Sussex), ces appareils forgent leur succès sur des technologies (GPS, écran tactile, reconnaissance vocale) développées par des programmes publics.

De plus, une bonne partie des efforts en recherche des entreprises sont soutenus par les pouvoirs publics au moyen de subsides ou de financements. En Belgique, une aide fiscale est, par exemple, accordée aux entreprises via une exonération de 80 % du précompte professionnel pour les chercheurs. L'une des entreprises belges les plus innovantes, IBA, basée à Louvain-la-Neuve, concevant des systèmes pour lutter contre le cancer, a pu développer son prototype grâce à des fonds publics. Sur les 75 millions de francs belges nécessaires à la réalisation du projet, 60 avaient été versés par la Région wallonne contre 15, seulement, par des fonds privés. Reste à savoir si les pouvoirs publics doivent assumer seuls les risques et laisser les entreprises seules en tirer les bénéfices. ■



## PANDA STORY

Tout juste élu « Wallon de l'année », Éric Domb est à la tête du parc zoologique Pairi Daiza. Une success-story belge à laquelle personne ne croyait il y a 20 ans. Le bon exemple pour une stratégie entrepreneuriale à long terme ?

Comment a été accueilli le projet lors de son lancement ?

Il y avait beaucoup de scepticisme. Nous sommes implantés dans le Borinage, une terre profondément industrielle. Si j'avais fait appel à des spécialistes de l'entrepreneuriat, tous m'auraient dissuadé. Pourtant en 2014, le parc a accueilli 1,4 million de visiteurs, dont 90 % de Belges et plus de 50 % de la région proche.

Miser sur une stratégie à long terme s'est-il avéré payant ?

Sans hésitation, car un parc zoologique requiert des investissements lourds. Nous avons pris le temps de nouer des partenariats avec des banques pour obtenir des crédits à long terme, mais cela ne s'est pas fait du jour au lendemain. On a aussi eu besoin de faire de l'appel public à l'épargne en 1999. Et puis tous nos investissements ont été choisis dans cette logique. Par exemple, on sollicite les meilleurs artisans, on les fait venir de l'étranger et on les paie comme des travailleurs belges. L'avantage c'est qu'il n'y a pas d'obsolescence. Les premières constructions sont toujours là et elles se sont bonifiées avec le temps. C'est ce qui nous différencie des autres parcs. Nous ne faisons jamais d'investissements de renouvellement mais toujours d'enrichissement.

Le parc a-t-il déjà attiré l'appétit d'investisseurs ?

On m'a proposé de racheter le parc ou, plus souvent, d'exporter Pairi Daiza à l'étranger. Mais même si cela pouvait être très lucratif, je préfère faire un beau projet à fond plutôt qu'à moitié ailleurs.

Comment expliquez-vous la prédominance du court-termisme dans l'économie actuelle ?

Si trop d'entreprises pensent à court terme, c'est à cause de la peur qui domine et d'une demande de rendement immédiat liée à l'âge des actionnaires. On peut aussi regretter l'idée qu'il est indispensable d'avoir des fonds propres ou de capter de l'argent sur les marchés. Les investissements se font par la dette. Au final, cela ne coûte pas plus cher de faire un emprunt. Un taux d'intérêt n'a jamais tué une entreprise.





# TRAVAIL : LE GRAND OUBLIÉ

La financiarisation a bouleversé l'organisation du travail. Culture du chiffre, réduction des effectifs, rationalisation. Et si le travail était le grand perdant ?

Julien Collinet

Je ne me peux plus me reconnaître dans le travail qu'on me demande. Formateur au CEPAG, un centre d'éducation populaire, et sociologue spécialisé dans l'organisation du travail, Nicolas Latteur est fréquemment confronté à ce type de témoignages de la part de travailleurs. Des banquiers, des commerciaux de tous les secteurs m'avouent qu'on leur demande de vendre des produits inutiles, explique-t-il. Si les délocalisations et les fermetures d'usines occupent le devant de l'actualité, elles ne seraient que la face cachée des conséquences de la financiarisation sur le travail. Selon une étude menée en 2014 par le service en ressources humaines Secorex, 64 % des Belges souffriraient de stress au travail. Une statistique en hausse de 18 % en seulement 4 ans.

## « Les employés ont l'impression de devenir des pions interchangeables »

### Évaluation permanente

Pour expliquer cette dégradation, les salariés pointent principalement du doigt la course contre la montre à laquelle ils sont soumis pour respecter les dates butoirs, et les objectifs qu'on leur impose. Les entreprises doivent rendre des comptes aux actionnaires et ont mis au point des outils de gestion pour contrôler l'activité, explique Pierre-Yves Gomez, professeur à l'école de Management de Lyon et auteur du Travail invisible (2013). Ainsi, l'accent aurait été mis, depuis plusieurs années, sur l'évaluation constante de la productivité des salariés. Aujourd'hui, une infirmière est évaluée sur le nombre de piqûres effectuées en une journée, un professeur sur le taux de réussite de ses élèves aux examens, un mécanicien sur le nombre de pots d'échappement installés... Cela devient absurde. L'art du travail est devenu secondaire, et sa valorisation s'est réduite à la performance financière. En effet, avec l'avènement de la financiarisation, un contrat implicite est passé entre les entreprises cotées et leur actionnaire. Imposant des critères chiffrés, les actionnaires apportent des fonds à la société sous condition de résultat. La finance n'est plus une ressource pour faire prospérer l'entreprise. Cela a complètement inversé

la logique du travail. Les employés ont l'impression de devenir des pions interchangeables. La rationalisation a conduit à la perte d'implication du travailleur. À partir de ce moment-là, le travail devient une oppression, poursuit P-Y. Gomez.

### Une situation schizophrénique

Pourtant le salarié est partie prenante de ce système (voir article p. 5). En Belgique, via l'épargne personnelle, et les deuxième et troisième piliers de notre système de retraite, les économies du salarié sont injectées sur les marchés boursiers, par le biais de fonds de pension ou d'assurances vies par exemple. C'est une situation schizophrénique. Une partie de leurs placements est censée leur permettre de bénéficier d'un confort financier accru, alors que cela implique une dégradation de leurs conditions de travail et de leurs rémunérations salariales, s'étonne Nicolas Latteur. Les travailleurs doivent se réapproprier le travail. Les décisions doivent se prendre là où se fait le travail et non dans un siège situé à des milliers de kilomètres, insiste P-Y. Gomez. Il faut aussi revoir la place du travail dans la gouvernance de l'entreprise. Le modèle d'organisation basé sur la seule entreprise du capital mériterait ainsi sans doute de s'ouvrir à d'autres modèles de gouvernance, comme les coopératives ou les sociétés coopératives et participatives (SCOP). Mais il faut avant tout transformer les gestionnaires et réenseigner dans les écoles de management les méthodes de travail. L'une de mes élèves, future manager, me rapportait qu'un manutentionnaire était intervenu dans l'un de ses cours. C'était la première fois, dans tout son cursus, qu'on lui parlait du travail réel. Elle était en dernière année... ■



© Kevin McLean

# PRODUIRE DU PROGRÈS PLUTÔT QUE DU PROFIT

Rencontre avec deux économistes : Georges Hübner et Philippe de Woot, respectivement professeurs à l'Université de Liège et de Louvain-la-Neuve.



Georges Hübner et Philippe de Woot

Propos recueillis par Julien Collinet

### La financiarisation a-t-elle fait basculer la stratégie des entreprises vers une logique court-termiste ?

GH : La notion de rentabilité aux actionnaires a toujours été présente. La vraie question repose sur son échéance. Aujourd'hui, les critères de sélection des investissements sont avant tout basés sur la probabilité de rendement immédiat. Le phénomène s'est aggravé depuis 2008, l'impératif de liquidité est devenu un but en soi. Depuis, les actionnaires et les créanciers sont encore plus impatients. Des managers regrettent de ne pas pouvoir prendre des décisions d'investissement qui seraient dans l'intérêt de la société, car ils sont jugés sur des résultats immédiats.

PDW : Le court-termisme est un réel problème. Les entreprises sont devenues trop financières. Il faudrait revenir à une conception plus entrepreneuriale. L'entreprise est d'abord une organisation capable de créativité et de progrès économique avant d'être productrice de profit. Il faut oser prendre des risques et se laisser le temps de conquérir les marchés. Les filières d'avenir ont un impact considérable sur la société. Le sens de l'entreprise c'est de les mettre en œuvre et les développer pour créer de l'emploi et de la prospérité, qu'elles soient responsables pour apporter des solutions à nos défis sociétaux.

### Quel est votre point de vue sur l'alignement des intérêts des managers sur ceux des actionnaires via l'attribution de rémunérations variables ou de stock-options ?

GH : En principe c'est un vecteur de convergence des intérêts des managers et des actionnaires. Malheureusement ces derniers en ont perdu le contrôle. Cela a entraîné des dérives. On se retrouve avec une caste de managers qui peut faire du chantage face à sa valeur de marché. Ils jouent sur la menace de ne pas trouver des dirigeants de qualité si on ne les paie pas suffisamment.

PDW : Cela me paraît dans les règles du jeu

d'une économie concurrentielle. Mais il y a danger si cet avantage atteint des niveaux qui créent un sentiment d'injustice. Il y a aussi une question éthique, car ils ne sont pas les seuls à participer à la prospérité d'une entreprise.

### Les entreprises consacrent davantage leur bénéfices à la distribution de dividendes qu'à la mise en provision. Ce phénomène s'est fortement accéléré ces dernières années. Que pensez-vous de cette stratégie ?

GH : Dans de très nombreux cas, la meilleure chose qu'une entreprise puisse faire c'est de rendre de l'argent aux actionnaires. Il existe un principe fondamental en finance : l'actionnaire est le mieux placé pour décider de ce qu'il doit faire avec ses ressources. Il peut ensuite les retourner vers l'entreprise, alors que celle-ci pourrait les confisquer à ses actionnaires. Ce n'est pas comme ça que l'on va obtenir du dynamisme économique.

PDW : Je ne suis pas d'accord. Le but premier n'est pas d'enrichir l'actionnaire. Cette conception est dépassée. Les grands champions mondiaux sont d'abord créateurs de progrès avant d'être distributeurs de dividendes. Les entreprises leaders ont un trésor de guerre : Google a 50 milliards de dollars de réserves...

### Le groupe est désormais devenu la structure dominante, et il n'existe plus beaucoup d'entreprises réellement indépendantes ?

GH : L'objectif d'une entreprise ne devrait pas être de réaliser des investissements en faisant une revente vers un groupe plus gros, mais plutôt d'essayer de garder une certaine indépendance, d'être cotée en Bourse... À ce moment-là, on a une véritable dynamisation de l'économie.

### Quelles sont vos pistes pour sortir de cette course contre la montre ?

GH : Les indicateurs actuels sont basés sur une logique annuelle. Avec une vue pluriannuelle, on aurait une meilleure idée de la création de valeur des sociétés et les décisions seraient beaucoup plus basées sur le long terme. Par ailleurs, les administrateurs indépendants devraient avoir plus d'influence. Ils ne cherchent que rarement à maximiser la valeur boursière. Les investisseurs institutionnels, eux, sont des vecteurs de pression relativement élevés.

PDW : Je pense que les entreprises doivent être avant tout financées par des capitaux propres. Il faut aussi rediriger les sociétés vers une logique entrepreneuriale. ■