

### III

## ASPECTS ÉTHIQUES DE LA SURVEILLANCE DES ENTREPRISES PAR LE MARCHÉ ET LES FUSIONS ET ACQUISITIONS

PAR

ERIC DE KEULENEER

PROFESSEUR À L'UNIVERSITÉ LIBRE DE BRUXELLES

PRÉSIDENT DE CREDIBE

ET DE LA FONDATION DES ADMINISTRATEURS

#### A. — LES FUSIONS ET ACQUISITIONS

##### A.1. — *Introduction*

Les fusions et acquisitions d'entreprises sont importantes pour le bon fonctionnement de l'économie de marché. Elles permettent aux entreprises de s'adapter à des conditions diverses et changeantes, d'obtenir de nouveaux canaux de distribution ou de nouveaux produits. Elles permettent d'améliorer la diffusion de nouvelles technologies. Elles facilitent l'obtention d'économies d'échelle. Elles facilitent la consolidation dans des secteurs mûrs ou en déclin; elles offrent une solution à des entreprises connaissant des problèmes, soit de déclin de marché, soit de gestion, qui menacent leur survie (1).

De plus, les acquisitions et risques d'acquisition hostiles jouent un rôle important dans l'efficacité de la surveillance des entreprises par le marché car elles sont la sanction que devrait craindre tout chef d'une entreprise cotée en bourse si sa gestion n'est pas appréciée des investisseurs et son cours de bourse est trop faible par rapport à la valeur réelle de l'entreprise. Une autre entreprise risque alors de l'acquérir et le chef d'entreprise doit faire place à un autre.

---

(1) Manne, 1965.

On pourrait donc s'attendre à ce que les fusions et acquisitions soient génératrices de valeurs, économiquement positives pour tous; ce n'est toutefois pas toujours le cas.

### A.2. – *Quelques catégories*

Il importe de faire la distinction entre les fusions et acquisitions motivées par des raisons industrielles, celles qui visent avant tout des situations anti-concurrentielles, et celles dont les motivations sont plutôt financières.

a) Les fusions « industrielles » sont très anciennes et toujours présentes. Le calcul fiable de leur efficacité est difficile à réaliser, car celles qui ne passent pas par les marchés sont parfois peu connues et documentées. Diverses études (2) montrent que, sur longue période, la grande majorité des acquisitions d'outils industriels accroissent la productivité, particulièrement lorsque l'acheteur est plus concentré sur ses activités que le vendeur, ou lorsque sa productivité était préalablement supérieure. Les achats de la part de conglomérats montrent des résultats peu cohérents ou des pertes de productivité (3).

b) Les fusions « anti-concurrentielles » sont anciennes. Les fusions pour constituer des monopoles ou oligopoles ont caractérisé le début du 20<sup>e</sup> siècle (4). Elles sont en principe combattues par les lois anti-trust et agences chargées de la concurrence, mais ceux-ci se heurtent aux lobbys très influents auprès des gouvernements (5).

c) Les fusions « financières » sont plus récentes; on peut nommer ainsi les fusions de conglomération dans les années 60 et 70, qui visaient la réduction du risque financier par la diversification. De même, les nombreuses acquisitions hostiles des années 80 étaient basées sur des calculs financiers, les acquéreurs que l'on appelait « raiders » cherchant avant tout la liquidation rapide avec profit de la société achetée. Dans certains cas, des fusions ont été motivées

---

(2) Ravenscraft & Scherer, 1987; Bartlett & Ghoshal, 1989; Porter, 1986, 1987; Marks Mirvis, 1998.

(3) Macksimovic & Phillips, 2001, soutiennent que les achats et ventes d'actifs industriels (qui ne forment toutefois qu'une partie de l'ensemble des transactions dites de fusions et acquisitions) produisent en majorité des gains de productivité pour les acheteurs et les vendeurs.

(4) Stigler, 1950.

(5) Joseph Stiglitz, 2002, démontre en guise d'exemple le mécanisme du cartel de l'aluminium dans les années 1990, et l'influence des lobbys au plus haut niveau de l'administration U.S.

par l'attrait que représentait une capitalisation boursière plus élevée, permettant d'entrer au sein d'un indice boursier.

Les années 1990 ont vu apparaître massivement un autre type de motivation financière : l'objectif d'accroissement de valeur boursière par influence sur les paramètres d'évaluation des analystes (6), souvent appuyée sur des acrobaties comptables. La « croissance par acquisition » est devenue pour certaines entreprises une forme de stratégie, qui durant un temps avait séduit les observateurs car elle permettait d'utiliser des fonds propres excédentaires et semblait produire des bénéfices en croissance (7).

### A.3. – *Quelques observations et études*

Les études tant professionnelles qu'académiques concernant les fusions et acquisitions de sociétés cotées en bourse sont nombreuses. Les plus récentes tendent à indiquer qu'au cours des dernières années, les firmes acquéreuses réalisent en majorité de mauvaises performances boursières après acquisition. D'autres critères de création de valeur ou de mesure de productivité montrent aussi que 60 à 70 % des opérations, particulièrement les plus grandes, sont peu rentables, ou déficitaires (8). Les études relatives aux fusions dans les années 80 montraient déjà plus de 50 % d'échecs (9), ce qui n'a pas empêché les patrons de persévérer, ni les conseils d'administration et les marchés d'accepter cette persévérance.

La recherche académique met en lumière, depuis les années 1970, le danger des acquisitions réalisées dans le but principal d'accroître le pouvoir des dirigeants, et la pratique dite du « empire building ». Michael Jensen en 1976 et bien d'autres (10) ont soutenu que de nombreux cas d'acquisitions (et d'investissements) non justifiés s'expliquent par la propension des gestionnaires à privilégier leur pouvoir et autres avantages personnels. Dans de nombreux cas, le problème pour la société acheteuse vient du prix payé, souvent excessif par rapport aux bénéfices qui pouvaient raisonnablement

---

(6) Price/Earning, Price/Ebitda, Price/Turnover, qui prétendent déterminer la valeur des entreprises en fonction d'évaluations « normalisées » de leurs bénéfices, marge brute, chiffre d'affaires,... Le ratio Price/Ebitda a fâcheusement tendance à sous-estimer l'impact des dettes et autres conséquences d'acquisitions.

(7) Michaël PORTER, « The tax cut that could pay dividends », *Financial Times*, 14 janvier 2003.

(8) Mercer Management, PA Consulting, Andrade, Mitchell, Stafford, 2001.

(9) Ravenscraft & Scherer 1987; Franks & Harris, 1989.

(10) Par exemple Hart & More, 1995; Lang, Stulz & Walking, 1991.

être anticipés (11). Dans de nombreux cas aussi, les sociétés fusionnées ne conservaient pas leurs clients ni leur chiffre d'affaires après fusion (12).

D'autres études (13) soutiennent que les acquisitions de diversification sont particulièrement peu rentables.

Les acquisitions de sociétés mal gérées par des sociétés bien gérées créent de la valeur, mais il est difficile d'en mesurer de façon fiable la portée.

Les problèmes industriels et humains liés à l'intégration sont souvent les principaux facteurs de réussite ou d'échec (14), et ils sont souvent négligés dans les cas de fusions financières ou anti-concurrentielles.

#### A.4. – *La taille optimale, les économies d'échelle*

La division du travail qui permet la spécialisation et les économies d'échelle est un des fondements essentiels du marché et de l'économie de marché. Les acquisitions et fusions d'entreprises sont un des moyens importants d'atteindre ces économies d'échelle.

La question de la taille optimale des entreprises se pose de manière différente dans chaque secteur d'activité, et d'une façon évolutive dans le temps, car la taille optimale évolue vers le haut ou vers le bas en fonction de l'évolution de la technologie. La taille peut apporter des économies d'échelle, mais pour qu'elles bénéficient aux consommateurs il faut que la concurrence reste suffisante afin que les baisses de prix suivent les baisses de coût. Les économies d'échelle ont motivé les fusions et la concentration d'entreprises tout au long du 20<sup>e</sup> siècle et ont permis des gains de productivité considérables dans divers secteurs. Mais la taille peut aussi apporter des déséconomies d'échelle liées à la complexité de gestion, à la bureaucratie. Parkinson (15) soutenait que la bureaucratie croît en relation exponentielle avec la taille des entreprises.

L'existence éventuelle d'économies d'échelle est un élément important pour les autorités de la concurrence qui analysent une

---

(11) *Business week*, « Mergers : why most big deals don't pay off », 14 octobre 2002.

(12) *Mc Kinsey Quarterly*, 2001/4, « Why mergers fail ».

(13) Mork, Shleifer, Vishny, 1990 ; Jain, 1985.

(14) Anderade & Stafford, 1999.

(15) Parkinson, 1958.

fusion (16). Toute fusion risque de réduire la concurrence, et le nombre d'acteurs est alors parfois trop réduit que pour permettre un marché ouvert. De vraies économies d'échelle peuvent bénéficier aux clients, sous forme de meilleurs services à un prix plus bas, si la concurrence est suffisante et si le marché reste ouvert.

*Le cas des banques, qui font beaucoup parler de leurs fusions*

Aux Etats-Unis les informations quant au secteur bancaire par exemple sont abondantes. Les lois antitrust assez strictes, et les études quant à l'efficience sont fiables. Elles indiquent que la taille en soi ne donne pas un avantage significatif en matière de coût ni en matière de revenus. Elles indiquent aussi que les fusions sont utiles dans certaines conditions seulement, surtout lorsqu'elles permettent à une bonne équipe de gestion de diriger un ensemble plus large. Ceci était et reste nécessaire aux Etats-Unis où le nombre de banques est très élevé et la qualité de gestion très variable (17).

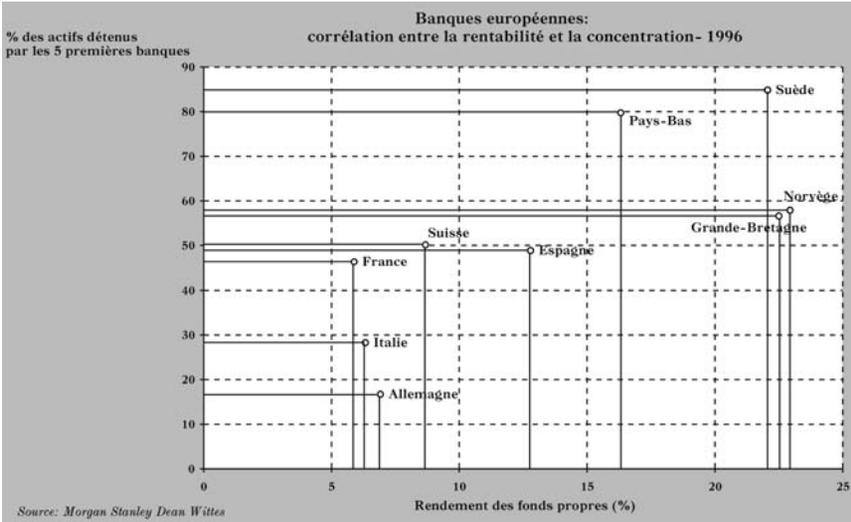
Dans certains marchés européens, il y a un moins grand nombre de Banques, et les rentes et protections restent encore beaucoup plus présentes qu'aux Etats-Unis (18). On constate que les banques les plus rentables se retrouvent dans les marchés où la concentration est la plus élevée, c'est-à-dire des marchés tels que le Royaume Uni et la Hollande, où la promesse de concurrence accrue semble ne pas encore se concrétiser. Dans des pays comme l'Allemagne ou la France, les grandes banques sont au moins aussi grandes, mais la concentration des banques est moindre et elles sont beaucoup moins rentables. Si la rentabilité des banques dépend plus de la concentration des marchés que de la taille des banques (voir graphique ci-dessous), cela pourrait vouloir dire que cette rentabilité provient plutôt de la limitation de concurrence que d'économies d'échelle.

---

(16) La constitution d'entreprises géantes au cours du 19<sup>e</sup> siècle a fait apparaître de nombreux monopoles ou quasi-monopoles, au point de justifier, d'abord aux Etats-Unis (les lois antitrust), ensuite dans divers autres pays une législation spécifique. Cette législation vise spécifiquement à empêcher la domination par une entreprise sur un marché et la constitution de rentes de monopole au bénéfice de cette entreprise; elle vise également à empêcher les ententes et cartels qui provoqueraient le même résultat.

(17) Berger, Humphrey, 1993; Berger, Demsetz, Strahan, 1999.

(18) Pour une description de certaines mesures de protection des banques de dépôt, voir Jacklin, 1987; Chiappari & al., 1993; Dewatripont, 1993. Pour un débat sur d'éventuels cartels et leurs effets en matière de commerce de titres aux Etats-Unis, voir Chen, 1999; Chen & Ritter, 2000; Hansen, 2000.



L'évolution de la rentabilité et des ratios coûts/revenus de 3 banques belges (KBC, Fortis et BBL) depuis les grandes fusions de 1998-1999 est aussi préoccupante à cet égard, jusqu'en 2001 en tout cas. En effet, les coûts des banques ayant fusionné (Kredietbank et Cera en KBC et Générale de Banque absorbée par Fortis) sont en forte augmentation, et les marges ont augmenté sous l'effet de la moindre concurrence. Les marges ont augmenté moins vite que les coûts chez KBC et Fortis, ce qui explique la détérioration du ratio, mais suffisamment que pour permettre une amélioration substantielle du ratio de BBL rachetée par ING, mais restée très indépendante. L'augmentation des marges est mesurable dans les tarifs crédits, les frais de gestion des sicavs, etc. Elle est généralement ressentie par les clients et n'est pas contestée par les contrôleurs ni par le secteur (19). Rappelons que l'objectif déclaré des fusions de banques en Belgique a généralement été que la productivité pourrait augmenter, et que les clients bénéficieraient de services meilleurs à des prix moindres.

(19) Voir les rapports 1999, 2000 et 2001 de la Commission Bancaire et Financière, et de l'Association Belge des Banques. Voir aussi « Entreprendre aujourd'hui N° 57, novembre 2002 : Banques et PME, un couple en crise ».

**Fortis**

	2001	2000	1999
Ratio Coûts/revenus	68,3	66,4	66,3

**BBL**

	2001	2000	1999	1998	1997
Ratio Coûts/revenus	52,10	53,16	59,08	58,94	61,94

**KBC**

	2001	2000	1999	1998
Ratio Coûts/revenus	70,5	66,5	65,3	60,0

Ceci est indicatif d'un secteur intéressant car on y utilise beaucoup de notions de synergies et d'économies d'échelle pour y justifier les fusions. Des fusions ou acquisitions sont parfois un moyen de résoudre un problème de gestion ou d'actionnariat. En Belgique, en Allemagne, en Suisse, diverses fusions de banques et d'assurances ont été motivées par des problèmes de ce type. Reste à voir si c'est le bon moyen de les résoudre.

En tout cas la concentration des banques pose des risques pour la concurrence. Dans le secteur bancaire, les rigidités sont grandes, de même que les coûts et obstacles rencontrés par les clients qui voudraient changer de banque. De plus, il est difficile pour des nouveaux participants d'obtenir les informations nécessaires quant au risque crédit relatif aux emprunteurs, ce qui limite encore plus la concurrence.

*Les problèmes dans d'autres secteurs*

D'autres secteurs offrent des exemples instructifs. De façon générale les économies d'échelle semblent souvent limitées par les problèmes de gestion et de bureaucratie (20). Nombreux sont ceux qui, travaillant dans ou avec de grandes entreprises, sont frappés par leurs inefficiences, leurs attitudes et décisions irrationnelles.

(20) Voir Parkinson, 1958; voir aussi *Financial Times*, « Fallen Icons », février 2000; *Financial Times*, « The benefits of being small », 4 janvier 2002.

En pharmacie, des entreprises géantes ont justifié leurs fusions par l'obtention d'économies d'échelle en matière de recherche, et ont ensuite scindé leurs laboratoires en entités concurrentes, plus petites, pour les rendre plus « entrepreneuriales », car leurs trop grands laboratoires ne trouvaient plus rien (21). En sidérurgie, Usinor a acheté en 1998 la Fabrique de Fer de Charleroi, officiellement trop petite pour survivre, mais très prospère jusqu'en 1998, et devenue lourdement déficitaire en 2000..., à cause d'erreurs de gestion d'Usinor. Le secteur des télécommunications, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, est au début des années 2000 le reflet de stratégies d'acquisitions peu fondées et difficilement gérables. Les plus prospères sont quelques sociétés n'ayant pu ou voulu réaliser d'acquisitions, c'est-à-dire les anciennes sociétés d'Etat belge, italienne, suisse, quelques scandinaves,... Même en automobile, quelques acquisitions spectaculaires ont été funestes (Rover par BMW, Chrysler par Daimler). Les fusions et acquisitions de banques et d'assurances en Europe sont jusqu'à présent très ardues, et même néfastes, tant en Allemagne, en Suisse, qu'en Belgique. Il y a bien sûr quantité d'exemples de fusions réussies, mais d'après les études récentes, elles sont largement minoritaires ces dernières années.

Le dynamisme et la créativité des petites et moyennes entreprises (22) dans tous les secteurs d'activités semblent démontrer également que la taille n'est pas en soi un facteur d'efficacité des entreprises et que, mises en réseau, de petites entreprises peuvent offrir tout ce qu'offrent les grandes, de façon plus efficiente (23). D'une façon générale il semblerait que la qualité de gestion est plus importante que la taille pour expliquer la santé à long terme des entreprises.

*Plus, ou moins de concurrence ?*

L'opinion et les autorités de la concurrence ont accepté dans le passé l'argument selon lequel la concurrence en Europe avait changé de nature, et devait se mesurer à l'aune du grand marché. Il apparaît toutefois que dans divers secteurs, tels que les services

---

(21) Voir *Financial Times*, « Big pharma sees the beauty of thinking small », le 2 avril 2001, et le cas de Glaxo-Smith Kline's décrit le 24.10.2002.

(22) Schumacher 1975; Turnbull 1995.

(23) *Financial Times*, « The benefit of being small », 4 janvier 2002; « Survival of the fittest, not the fattest », 7 mars 2003.

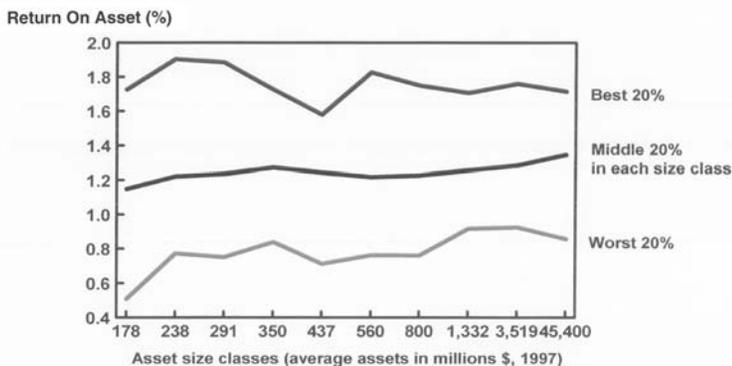
financiers, l'électricité, et les télécoms, les consommateurs sont fortement captifs de réseaux nationaux ou régionaux, et que les concentrations et la concurrence doivent encore se mesurer dans un contexte national ou régional.

Ce n'est pas parce qu'une société d'électricité belge ou française ne détient que, respectivement 4 % ou 12 % du marché européen que leur part de marché de 90 à 100 % dans leur frontière n'est pas inquiétante. De même, des banques en Belgique ou en Suède qui ne contrôlent peut être que 2 ou 3 % du marché européen, présentent un risque pour la concurrence dans leur pays, si elles y détiennent 40 % du marché local.

*Economies d'échelle illusoire et bénéfiques de concentration bien réels*

Les graphiques ci-dessous montrent de faibles économies d'échelle en général. Des économies d'échelle peuvent être ponctuellement plus importantes, dans certains secteurs, ou pour des entreprises spécifiques.

**Scale economies are difficult to achieve in services**



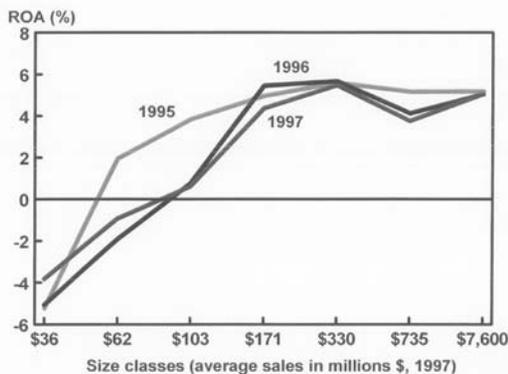
Source: *Are Bigger Banks Better?*, The Conference Board, Report 1238-99-RR, 1999



La taille et l'efficacité peuvent aller de pair, lorsque c'est la bonne gestion qui a permis la croissance. Mais la taille en soi n'est

pas un facteur de succès économique (24), elle peut être une conséquence de la bonne gestion mais n'en est pas une cause (25).

### ...and difficult in manufacturing



Source: *Are Bigger Banks Better?*, The Conference Board, Report 1238-99-RR, 1999

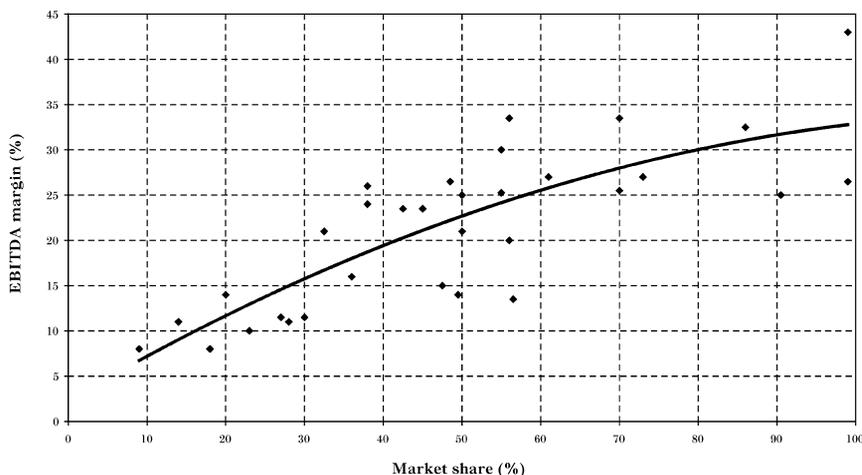


Le graphique ci-dessous illustre le lien entre la part de marché et la rentabilité de diverses sociétés dans un segment typique du secteur des biens de consommation, le marché de la bière. Verticalement, on mesure la marge brute de la société, et horizontalement, la part de marché de cette société dans ses principaux marchés.

(24) Hughes, 1991.

(25) Kay, 1994.

## A positive relationship between consolidation and margin



En résumé, les fusions & acquisitions sont utiles et efficaces quand elles permettent des gains de productivité du fait de raisons industrielles spécifiques. Celles qui promettent des « économies d'échelle » sont suspectes, car elles visent parfois plutôt à réduire la concurrence, à accroître le pouvoir des dirigeants, ou pire encore, leur permettre de faire plaisir à leur banquier. Celles qui répondent à des motivations financières sont les plus suspectes (26). Des motivations de ces deux derniers types sont rarement annoncées mais en proportion croissante depuis les années 1980, entraînant une augmentation d'échecs.

## B. – DES DISCUSSIONS ANIMÉES

Ces différents éléments furent l'objet des débats du quatrième café éthique, qui permit une large confrontation d'idées.

Le problème social lié aux fusions a été largement abordé lors des discussions. De nombreux intervenants estiment anormal que les travailleurs soient victimes d'opérations dont les motivations industrielles ne semblent pas toujours évidentes. Ils craignent entre autres que des fusions dictées par des objectifs financiers ne mènent à des dégâts économiques et sociaux à cause de la généralisation des

(26) Voir *Financial Times*, Michaël PORTER, « The tax cut that could pay dividends », 14 janvier 2003.

réductions de coûts par licenciements massifs. Ils ont aussi évoqué les études montrant l'échec de nombreuses fusions, échecs dont les travailleurs restant dans les entreprises fusionnées sont aussi les victimes.

L'argument de la logique économique leur fut régulièrement opposé : tout gain de productivité suppose des pertes d'emploi, il faut les accepter ponctuellement pour maximiser la productivité, la création de valeur, et la création d'emplois ailleurs.

Les discussions ont abordé les secteurs industriels. Dans les secteurs de la bière, de la chimie, du ciment, de l'acier et de l'automobile, des économies d'échelle existent et ont existé. Elles ont permis que des fusions débouchent sur des gains de productivité importants. On a rappelé que la sidérurgie aurait pu disparaître si les rationalisations et les fusions des années 70-80, accompagnées de pertes d'emploi n'avaient pas été nombreuses. Pour un grand nombre d'intervenants, un certain nombre de fusions sont certainement justifiées par des raisons tout à fait légitimes et permettent le développement de véritables synergies et le développement de projets et ambitions bien étudiés.

Certains rapprochements permettent de réduire les coûts surtout dans des cas où les quartiers généraux sont pléthoriques. Mais les réalisations sont souvent moindres que les promesses. Parfois, des rapprochements apportent plus de coûts que d'économies, parce que des grilles de salaires différentes doivent être ajustées vers le haut ou parce que la complexité de gestion augmente.

Le problème de la volonté de concentration de pouvoir sur le marché a été abordé, la concentration dans un secteur étant un bon moyen de réduire la concurrence et d'exploiter le consommateur. Ce type de fusion devrait être combattu par de bonnes législations sur la concurrence. Les privatisations et ouvertures des marchés ne suffisent pas toujours car des monopoles ou oligopoles privés sont parfois plus dangereux pour le consommateur que des monopoles publics.

Les principales victimes d'abus de positions dominantes sont les consommateurs particuliers et les entreprises petites et moyennes. Ces PME démontrent régulièrement être productives, innovantes et créatrices d'emplois, mais parfois handicapées par le comportement de monopolistes. Des marchés peu concurrentiels et mal régulés forment un handicap considérable pour la compétitivité de l'économie.

Le problème de la communication a aussi été abordé. Parfois des annonces de licenciements massifs semblent destinées à séduire les marchés et faire monter des cours de bourse, cours de bourse qui semblent être devenus une fin en soi. Tant ces comportements des dirigeants, que les réactions du marché, semblent choquantes à de nombreux observateurs.

De diverses façons, le problème de l'éthique et même de la viabilité de fonctionnement des marchés, et en particulier des marchés financiers, a été posé. Peut-on accepter que des entreprises soient gérées en fonction de critères définis par des marchés financiers, qui d'après certains exigent des rendements élevés sans cesse croissants jugés tous les trimestres, ce qui impose de la part des dirigeants des comportements barbares ?

Le mécanisme de fusions et acquisitions facilite depuis longtemps les mutations industrielles et économiques, et est aussi utile pour le bon fonctionnement du marché des capitaux. Comment se fait-il que ce mécanisme donne aujourd'hui l'impression de générer un grand nombre d'opérations bâclées, motivées par des ambitions personnelles malsaines, néfastes pour les entreprises qu'elles impliquent ?

Nous tentons ci-après de répondre à certaines de ces questions.

## C. – LES MARCHÉS FINANCIERS ET LES ENTREPRISES

### C.1. – *Les marchés et de leur éthique*

#### C.1.1. *Le rôle traditionnel des marchés*

La théorie économique dite néo-classique attribue aux marchés la capacité d'organiser les échanges économiques. Les principales vertus traditionnelles des marchés sont :

- La capacité de déterminer le juste prix, celui qui maximise l'utilité économique de tous les acteurs
- Une allocation optimale des ressources, c'est-à-dire l'utilisation de la moindre quantité possible de ressources telles que la terre, le capital, le travail pour produire la quantité maximale de biens et services

L'école néo-classique considère que les marchés offrent une éthique de fonctionnement satisfaisante lorsqu'ils sont efficaces et à la

condition que leurs règles de fonctionnement s'inscrivent dans un cadre légal suffisant. En effet, des marchés efficaces permettent à chaque agent économique de faire des multitudes de choix libres, qui permettent à chacun de maximiser son utilité économique. De plus, les comportements contraires aux lois – toujours possibles – feront l'objet d'une sanction. La bonne évolution des règles et des sanctions doit assurer que le comportement individuel maximise l'efficacité économique tout en respectant les droits et les intérêts de chacun. Ce courant de pensée fut théorisé par Adam Smith dans « *The Wealth of Nations* » en 1776 (27).

Il est bien sûr des courants de pensées qui divergent par rapport à l'école néo-classique (28) qui mettent en doute tant l'hypothèse du comportement égoïste de « *wealth maximisation* » des individus que celle de leur capacité à intégrer toute l'information. Il y a depuis longtemps le courant de pensée marxiste (29). Ce courant de pensées met en cause la plupart des hypothèses des économistes néo-classiques, et entre autre la moralité de comportements visant à maximiser le profit, la moralité des transactions anonymes, les mouvements anonymes de capitaux. De plus, Marx et d'autres ont fondamentalement mis en cause l'efficacité même des mécanismes des marchés en considérant qu'ils entraînaient des incitations à une consommation effrénée et inutile, ainsi qu'une mauvaise allocation des ressources, vers des investissements excessifs que les détenteurs du capital cherchent alors à rentabiliser en pressurant la classe ouvrière.

Il y a aussi un courant de pensée, qui soutient que le marché permet toujours d'arriver à l'optimum, si on ne l'entrave pas par des règlements, si les droits de propriété sont protégés et si les coûts de transaction sont nuls (30). Quant à l'éthique, elle est rentable à long terme et donc les acteurs ont intérêt à être éthiques, dans une optique de « *wealth maximisation* ».

### C.1.2. *Les conditions de fonctionnement*

Il ne suffit pas d'instaurer la liberté des échanges pour que le marché fonctionne de façon optimale.

---

(27) Appelé « néo-classique » pour la première fois par un de ses adversaires, Thorstein Veblen, il fut traduit en termes quantitatifs par Léon Walras, Alfred Marshall, normé par Pareto, conforté par Gérard Debreu, et Kenneth Arrow.

(28) Une réflexion critique à l'égard de ses postulats est livrée par Robert Cobbaut, 1999.

(29) Marx, 1867, 1893, 1894.

(30) Voir Coase, 1960 et Machina, 1987.

Il faut que les agents économiques cherchent à maximiser leur bien-être, ou en tout cas leur utilité économique : les anglo-saxons parlent de « wealth maximisation » ou « utility maximisation ».

Il faut de plus que les échanges puissent être réalisés dans un cadre où règne :

- Des coûts de transaction faibles et une information correcte.
- Une concurrence suffisante entre les acteurs qui évite en tout cas la domination et la manipulation du marché

Une littérature importante a été consacrée à la validité de ces hypothèses. Je souhaite simplement les utiliser à ce stade pour explorer certains thèmes intéressants relatifs aux marchés financiers.

#### *Des coûts de transaction faibles*

– Les coûts de transactions comprennent au moins le coût de l'évaluation de la chose échangée, et celui de la protection des droits et de la validation des contrats. Le coût de transaction ne comprend pas seulement les frais payés, mais aussi le coût de la mauvaise transaction, de la transaction manquée, etc...

La correction de l'information est pour cela essentielle (31). Pour que les agents économiques puissent faire leur choix dans les meilleures conditions, il importe qu'ils aient une information la plus complète possible sur les caractéristiques de la chose à acheter. Il y a souvent asymétrie d'informations, le vendeur ayant plus d'information que l'acheteur. Le cas classique est celui de la voiture d'occasion. Pour les actifs financiers, le risque d'asymétrie d'informations est particulièrement important lorsqu'une société émet des titres. Il est important que l'information publiée par les entreprises soit complète et fiable; c'est le rôle des réviseurs d'entreprises, appelés « auditeurs » dans la tradition anglo-saxonne, de certifier cette fiabilité. Dans le marché financier, la nécessité pour un investisseur d'analyser les qualités d'un titre action ou obligation est une forme de coût de transaction. Les conseils et autres « notations » ou « ratings » donnés par des banques ou des agences spécialisées sont de nature à faire baisser ces coûts de transaction, s'ils sont le fruit d'une analyse de qualité.

---

(31) North, 1990.

La validation des contrats, la protection des droits sont coûteux pour tout agent économique (32). L'existence d'intermédiaires spécialisés permet la réduction des coûts de transaction. Il est essentiel que les intermédiaires soient fiables et que leur fonction soit bien délimitée.

Si la fonction d'un intermédiaire n'est pas bien délimitée, s'il a des conflits d'intérêt dans sa fonction, ses interventions et conseils sont moins fiables, ce qui augmente les coûts de transactions. L'éthique des acteurs de marché (33) et particulièrement des intermédiaires est un moyen de réduire les coûts de transactions. C'est un domaine classique dans lequel il peut y avoir du « free riding » : un intermédiaire sans éthique peut chercher à profiter de la réputation de la profession pour s'enrichir malhonnêtement en abusant de la confiance des investisseurs.

– Depuis une vingtaine d'années on assiste à une baisse ou une suppression de quasiment toutes les taxes sur opérations de bourse, et les commissions et courtages sur divers types d'opérations ont été réduits ou supprimés.

– Certains pensent que la faiblesse des coûts de transactions peut encourager la spéculation (34). Ceci proviendrait de la trop grande facilité des échanges et du fait que les intermédiaires n'étant pas assez rémunérés pour leur travail d'intermédiation et pas assez contrôlés, sont incités à la spéculation. Cette spéculation pourrait accroître la volatilité mais ce n'est pas non plus prouvé (35).

### *Une concurrence efficace*

La théorie économique enseigne que lorsqu'il y a concurrence suffisante entre de nombreux vendeurs, les quantités et les prix se situent à un niveau proche de l'optimum, plus avantageux pour les acheteurs que lorsqu'il y a monopole (ou oligopole). En effet, dans ce dernier cas le monopoleur peut décider des prix de vente en fonction de la maximisation de ses bénéfices, tout en produisant le moins possible pour gagner le plus possible d'argent. Adam Smith avait déjà écrit que les ententes et cartels entre producteurs ou commerçants risquent de nuire au bon fonctionnement des marchés

---

(32) North, 1990.

(33) Praet et Wigny, 1999.

(34) Summers & Summers, 1989; Morris, 1989; Napoli, 1992.

(35) *Idem*.

et y avait consacré une de ses phrases les plus célèbres « lorsque deux personnes commerçant dans le même secteur se rencontrent, il est rare qu'elles ne cherchent pas à conspirer contre le bien commun » (36). Les profits issus des monopoles (ou ententes) sont appelés rentes de monopoles. Les agents économiques bénéficiant d'une telle rente ne seront pas tentés d'innover ni même d'accroître leur productivité. Dans le cas de secteurs d'activités neufs, entre autres de techniques nouvelles, des monopoles particuliers, et temporaires, auraient une justification.

Une autre exception concerne les activités caractérisées par des investissements fixes considérables ou des externalités, dont la duplication serait anti-économique. Le cas classique est le réseau de transport d'électricité, de gaz et d'eau. On parle alors de monopole naturel dont les tarifs doivent faire l'objet de décisions d'intérêt général appelées « régulation ».

Dans le secteur financier, la concurrence entre intermédiaires spécialisés a parfois été jugée dangereuse car les coûts variables (ou marginaux) y sont très faibles et la qualité de services parfois peu différenciable (pour le dépôt courant, le crédit « classique », l'ordre de bourse de routine). En concurrence parfaite, les intermédiaires risquent de devoir pratiquer des prix trop faibles, de ne pas couvrir leurs frais fixes, et de subir des faillites, fâcheuses pour leurs clients épargnants. Une limitation de la concurrence entre intermédiaires financiers a souvent été tolérée (37).

L'ensemble des mesures destinées à assurer le bon fonctionnement des marchés est appelé en anglais « *regulation* », terme plus large que « réglementation » et que nous utiliserons.

### C.1.3. *Une fonction récente de surveillance des entreprises*

Le marché financier s'est vu attribuer graduellement une fonction supplémentaire. Il s'agit de la surveillance des entreprises cotées en Bourse. En effet, après les scandales financiers des années 20 aux Etats-Unis, on a dans ce pays, au cours de la décennie suivante, assisté à l'émergence d'un modèle de gestion et de surveillance des entreprises appelé « *managerial company* », selon le modèle décrit

---

(36) Adam Smith, 1776.

(37) Voir Jacklin, 1987; Chiappari et al., 1993; Dewatripont, 1993; Chen, 1999; Chen & Ritter, 2000.

par Berle et Means dans un livre marquant de l'époque (38). Dans ce système, l'assemblée générale, les actionnaires importants ne jouent plus un rôle de surveillance majeur. Le marché est en définitive le juge de la qualité de fonctionnement des gestionnaires et des conseils d'administration qui les surveillent : si le marché dans son ensemble juge qu'ils font un bon travail, le cours sera élevé, la société pourra émettre des actions facilement à un prix élevé. Par contre, si le marché a un jugement négatif, les capacités de financement de la société seront faibles ou inexistantes et une entreprise dont le cours est déprécié sera vulnérable à des offres publiques d'achat hostiles, mécanisme de sanction suprême. L'efficacité se répand et la médiocrité est sanctionnée, ce système devrait donc être naturellement efficace. Il l'a été durant de nombreuses périodes au cours du 20<sup>e</sup> siècle.

### C.2. – *Le rôle du profit*

Les soubresauts des marchés financiers au début du 21<sup>e</sup> siècle montrent qu'il vaut la peine de se pencher sur la manière dont les marchés financiers remplissent leurs différentes fonctions : capacité à indiquer un prix correct pour les actifs financiers, allocation des capitaux, capacité à « surveiller » les entreprises cotées en bourse. Un examen de l'efficacité de fonctionnement des marchés nécessite également un examen de leur éthique de fonctionnement, car ce sont les doubles caractéristiques d'efficacité et d'éthique qui ont fait la force des marchés au cours des derniers siècles.

Les mécanismes de marché sont censés combattre la corruption : ils sont basés sur la liberté des échanges dans un marché libre sur lequel personne ne détient de pouvoir, et la corruption est la plus forte lorsque certains détiennent un pouvoir qui peut faire l'objet d'un marchandage.

L'apparition du profit marchand a permis, depuis le moyen âge, de bousculer les pouvoirs traditionnels. Mais il y a aussi des dangers liés au pouvoir de l'argent ; l'argent permet d'acquérir du pouvoir et le pouvoir permet de faire du profit dans des conditions très éloignées de l'idéal néo-classique. C'est ce qui justifie la régulation éco-

---

(38) Berle & Means, 1932.

nomique, même si la bonne régulation est un objectif difficile et ambitieux (39).

La recherche de leur profit personnel par les agents économiques est une des hypothèses de base du fonctionnement des marchés et des marchés financiers. Elle mérite un bref examen dans cette analyse, car le profit représente un problème éthique depuis le moyen âge.

### C.2.1. *Le profit à travers les âges*

La poursuite de son profit personnel par l'individu n'a pas toujours été considérée comme un comportement éthique, loin s'en faut. La recherche du profit, et en particulier du profit marchand ou du profit financier, était considérée au cours du haut moyen âge comme un péché, l'usure. Les cisterciens au 12<sup>e</sup> siècle avaient encouragé l'efficacité dans l'utilisation des ressources, et les franciscains au 13<sup>e</sup> siècle avaient formulé la justification morale de cette efficacité et du profit né de l'efficacité (40). Thomas d'Aquin (41) élaborait au 14<sup>e</sup> siècle une théorie introduisant la notion de rémunération du travail du marchand, qui était un « profit raisonnable », l'excès par rapport à cette norme étant proscrit.

Le moyen âge tardif s'est accommodé du profit marchand – et même du prêt à intérêt qui était moralement encore moins accepté par l'Église, et ne l'est toujours pas par l'Islam –, ayant entre temps inventé le purgatoire et le péché véniel (42).

À la Renaissance, en Italie et dans les provinces des Pays-Bas, le profit était accepté mais entraînait encore une certaine culpabilité par rapport à la morale religieuse; l'Église offrait toutefois à chacun la capacité d'effacer cette culpabilité par une générosité financière à son égard.

Aux 16<sup>e</sup> et 17<sup>e</sup> siècles, la morale calviniste, particulièrement à Amsterdam renverse l'approche éthique du profit : elle permet de considérer le profit du marchand comme un signe que son comporte-

(39) Pour un aperçu contemporain de ses enjeux, voir Dewatripont et Praet, 1999.

(40) Baeck, 1994.

(41) *Summa Theologica*, cité par Tawney, 1937.

(42) Le taux d'intérêt « normal » a beaucoup fluctué, entre autres sous l'effet d'une inflation difficile à mesurer. Dans le monde romain antique en période de stabilité économique, un taux de 8 à 12 % semblait constituer la limite au-delà de laquelle on parlait d'usure, et à Venise, ou en Italie au moyen-âge, une limite du même ordre prévalait.

Tawney, 1937; Spufford 2002.

ment plaît à Dieu, et donc qu'il est vertueux (43). La morale calviniste considère cependant que le profit doit être utilisé à faire le bien, et que le mode de vie de chacun doit rester modeste. Le fait important est que le profit est considéré comme un indicateur de succès, on dirait aujourd'hui un indicateur de performance.

Le puritanisme apparu en Angleterre au 17<sup>e</sup> siècle va plus loin, en rejetant les contraintes strictes des Calvinistes, et en magnifiant du point de vue moral la réussite économique, qui permet à la bourgeoisie naissante d'échapper au carcan féodal et à l'autoritarisme royal (44). Le puritanisme privilégie l'individualisme et la responsabilité individuelle. L'idéal puritain encourage aussi celui qui s'enrichit à consacrer une partie importante de cette richesse à faire le bien.

A la fin du 18<sup>e</sup> siècle, Adam Smith décrit les mécanismes marchand et financier comme un système dans lequel une main invisible guide chaque acteur du marché vers des choix qui tout à la fois lui permettent d'optimiser sa situation personnelle, et permettent à l'économie d'atteindre un niveau optimum de prix et de quantité de chaque chose produite. La proposition essentielle d'Adam Smith est que, dans un marché efficace, la poursuite par chacun de son intérêt particulier permet de concourir à l'intérêt général.

Adam Smith considère que la poursuite du profit personnel doit être tempérée par « le souci du prochain » et un « sens moral » (45). Notons aussi que Smith visait la sphère marchande et n'a jamais écrit que le marché était le seul moyen d'atteindre l'intérêt général. Adam Smith ne considère pas que l'économie de marché est d'une moralité absolue ou supérieure, mais que, à certaines conditions, elle est plus juste que les autres formes d'organisations d'échanges, en particulier celles basées sur l'autorité. Sa proposition était : « clean money is better than dirty power ».

Max Weber (46) fut probablement le premier à qualifier les valeurs et l'éthique protestantes, apparues au 17<sup>e</sup> siècle, de cause déterminante de la montée du capitalisme et de l'économie moderne de marché. Cette analyse fut contestée : certains auteurs soutiennent que tout fut mis en place par l'Italie et les Pays-Bas espagnols

---

(43) Tawney, 1937.

(44) Weber, Tawney, Braudel...

(45) Adam SMITH, *Théorie des sentiments moralistes*, 1790.

(46) Max Weber, 1904, 1905.

plutôt catholiques (47). Néanmoins, la légitimation éthique du profit marchand et « capitalistique » différencie probablement une certaine éthique protestante de toutes les autres.

### *Quelques excès*

Il y eu des excès. Si le profit peut être éthique à certaines conditions, il ne l'est néanmoins pas toujours. Dans l'enthousiasme de leur nouvelle morale, les marchands d'Amsterdam au 17<sup>e</sup> siècle n'hésitaient pas à faire commerce avec le Roi d'Espagne contre qui leur pays était en guerre, pourvu que cela rapporte de l'argent, puisqu'ils considéraient que le profit était moral en soi. Ceci provoquait parfois de vives réactions au sein de la population, ainsi qu'auprès des alliés anglais des Provinces Unies (48).

La cupidité des capitalistes anglais au 19<sup>e</sup> siècle est probablement une motivation importante de la révolte d'intellectuels comme Karl Marx, qui contestent la légitimité du profit marchand spéculatif, de la rémunération excessive du capital (49).

Le comportement des capitalistes aux Etats-Unis à la fin du 19<sup>e</sup> siècle leur vaudra le surnom de « Robber Barons » et le mépris de Teddy Roosevelt qui parlait de « malefactors of great wealth ». Ils consacraient une partie importante de leur fortune à des causes culturelles et charitables (50), mais leur comportement monopolistique nuisait aux consommateurs et à l'économie. L'administration de Teddy Roosevelt instaura les premières mesures anti-trust et de contrôle des marchés de capitaux. Franklin Roosevelt dans les années 30 ne fut pas tendre non plus à l'égard des financiers véreux et procéda à une seconde grande réforme visant les abus de pouvoir sur les marchés, la mise en place d'un régulateur des marchés, la SEC (Securities & Exchange Commission).

Le début des années 1990 apporte un regain de légitimité à l'enrichissement personnel, peut-être du fait de l'éclipse de la principale morale concurrente, c'est-à-dire la morale communiste. Il est difficile de juger si, au cours des années 90, la nécessité de garder au profit un aspect éthique a été particulièrement négligée. Mais certains indicateurs sont inquiétants. La rémunération des patrons et

---

(47) Braudel, 1979; Tawney, 1937.

(48) Braudel, 1979.

(49) Marx, 1867.

(50) *The Economist*, « Lots of it about », 14 décembre 2002.

de certaines professions financières aux Etats-Unis a connu une croissance spectaculaire. L'écart entre les salaires les plus élevés et les plus faibles a de ce fait fortement augmenté. Certains hommes d'affaires n'hésitaient pas à affirmer que leur rôle n'était pas de s'embarrasser d'éthique, que tout profit était légitime, les autorités étant responsables de définir le cadre légal.

Il y a un risque de free riding quant à l'objectif de profit depuis le 17<sup>e</sup> siècle; ceux qui recherchent le profit malhonnête profitent de l'acceptation morale dont bénéficie le profit « correct ».

### *La coopération aussi induit l'efficience*

Au cours des dernières décennies, diverses analyses économiques ont mis en lumière la présence de comportements altruistes récurrents (51), même dans la sphère économique. Les travaux de North (52) montrent l'importance des Institutions pour assurer le bon fonctionnement des marchés, et l'importance de la coopération pour assurer le bon fonctionnement des institutions : nécessité de coopération et altruisme peuvent justifier des limitations à la recherche du profit, en tout cas du profit immédiat, dans un souci d'efficience économique.

Y aurait-il une définition du profit « correct » ?

### *C.2.2. N'importe quel profit ?*

Karl Marx écrivit à une époque de bouleversements, de grandes entreprises dominatrices et de profits élevés. Dans l'analyse de Marx, qui s'apparente à celle des théologiens du moyen âge (53), il convenait de faire la distinction entre une rémunération acceptable du capital (qui était une rémunération du travail ayant constitué le capital) et l'excès ou plus-value qui était une exploitation du travail.

Aux Etats-Unis au début du 20<sup>e</sup> siècle, la théorie économique et juridique s'enrichit d'une contribution à cette question dans deux directions.

– D'une part l'introduction des lois anti-trust apporte vis-à-vis des entreprises ce que l'interdiction des corporations avait apporté

---

(51) Margolis, 1982.

(52) North, 1990.

(53) Tawney, 1937, p. 39 écrit que « the last of the Schoolmen was Karl Marx ».

par rapport aux artisans, c'est-à-dire un frein à l'exploitation monopolistique des consommateurs. La législation américaine définit une rémunération abusive du monopole guère éloignée en pratique des « surprofits » de Thomas d'Aquin et Karl Marx. La différence essentielle est qu'elle vise les surprofits issus du monopole, de l'abus de pouvoir, mais épargne ceux qui sont issus de la création, de l'innovation. La loi anti-trust U.S. oblige parfois les entreprises ayant obtenu une position dominante à se scinder en différentes entreprises indépendantes et concurrentes.

– Il apparaissait aussi que certaines entreprises, entre autres des entreprises naissantes dans le domaine de l'électricité et du téléphone, nécessitaient une gestion en monopole, avec des réseaux dont la duplication serait anti-économique. Les autorités américaines ont progressivement développé une pratique de régulation pour ces entreprises (les « utilities »). Cette régulation se basait sur la détermination d'un taux de rémunération acceptable du capital, toute possibilité de rentabilité supérieure devant être ristournée au consommateur.

Il existe donc des notions de rémunération « correcte » du capital. Dans un pays aussi favorable à l'économie de marché que l'Angleterre, les autorités de surveillance utilisent aussi la mesure du taux de profit pour déterminer si, dans des secteurs offrant des services de base au départ de réseaux, la concurrence est suffisante, et si, à défaut, des mesures tarifaires doivent être prises.

### C.3. – *Le profit et l'entreprise*

#### C.3.1. *Du Temple et des Marchands*

La recherche du profit est une des raisons d'être de l'entreprise, mais quel profit l'entreprise doit-elle poursuivre ?

J'ai déjà cherché à établir la genèse fort ancienne de l'entreprise moderne organisée en société anonyme (54). Je la crois issue du double héritage du « Temple » et des « Marchands ».

L'archétype du Temple descend des Temples égyptiens et des Villas romaines, en passant par l'ordre de Cluny – inventeur de la gestion collégiale, et de la succursale franchisée, contrôlée par la règle –

---

(54) De Keuleneer, 1997.

le monastère cistercien – première entité économique moderne soucieuse de productivité et de rendement du capital (55) – et les ordres combattants, dont l'ordre du Temple. Ces ordres jouèrent aussi un rôle important dans les systèmes et découvertes à l'origine de l'aventure maritime et coloniale, qui s'appuya ensuite sur les grandes compagnies coloniales. C'est un archétype d'autonomie de gestion, de longue durée, d'activité économique au service d'une Mission supérieure, de rapport de fidélité entre les individus et l'institution. C'est aussi un archétype de pouvoir. Les moines aux 11<sup>e</sup> et 12<sup>e</sup> siècles ont du pouvoir et sont heureux de l'exercer. Ils règnent dans les domaines philosophique et économique et interviennent ouvertement dans la sphère politique (56) avec l'appui des Papes ou pas.

L'archétype des Marchands descend des associations marchandes du moyen âge formées pour financer par exemple une expédition maritime et s'en répartir les bénéfices. Archétype avec un objectif simple de maximisation de profit, de rapport mercenaire entre les individus et d'association. Archétype de court terme, bien que les associations marchandes aient évolué dès le 14<sup>e</sup> siècle vers des structures pluriannuelles, avec des parts de propriété transférables (57).

L'entreprise moderne est issue de la fusion de ces deux archétypes; son objectif est le profit mais dans la durée et souvent avec une composante assez large d'activités (voir les « Mission Statement » de beaucoup d'entreprises); son rapport avec les individus est un rapport de « fidélité mercantile ».

L'entreprise moderne étant issue de ces deux grands archétypes au moins (58), tant ses objectifs que ses comportements peuvent montrer des excès de l'un ou l'autre.

L'excès templier est celui d'entreprises gérées pour le pouvoir et l'intérêt de leurs dirigeants, parfois aussi celui des employés, sans soucis réel de rentabilité ou de rémunération des actionnaires. L'excès marchand est celui d'entreprises gérées pour le profit immé-

---

(55) Duby, 1973; Baeck, 1994.

(56) Bernard de Clairvaux, rénovateur de l'ordre cisterciens, est un exemple presque caricatural de ce rôle politique : il commande aux rois, décide de la nomination des papes. Voir à ce sujet et au sujet de l'aspiration des ordres monastiques au pouvoir temporel, Delacroix, 1991; Duffy, 1997.

(57) E. Spufford, 2002.

(58) On pourrait aussi parler de l'archétype du moulin domanial, de celui du fermier général,...

diat et l'enrichissement des dirigeants et actionnaires de contrôle, au mépris des employés, des clients, du reste du monde. Le syncrétisme doit assurer l'équilibre, mais n'opère pas toujours, créant des ambiguïtés.

Ambiguïté vis-à-vis des employés à qui l'appartenance à une « communauté » loyale à long terme est souvent promise, souvent de façon trompeuse ; ambiguïté aussi vis-à-vis des actionnaires à qui le rapport aux bénéficiaires de l'entreprise est présenté de façon parfois floue et trompeuse.

### C.3.2. *La définition du profit optimal dans l'entreprise*

Dans les débats publics à propos de l'objectif des entreprises, il est souvent fait référence à une dichotomie entre la « shareholder value » et la « stakeholder value ». Dans le premier modèle, l'objectif de l'entreprise est une maximisation de profit et de valeur pour l'actionnaire. Dans le second modèle, l'objectif de l'entreprise est non seulement l'intérêt des actionnaires, mais celui également des clients, des fournisseurs et de la Société au sens large. Michaël Jensen, un des précurseurs du débat sur la gouvernance, plaide (59) pour l'adoption d'un modèle simple privilégiant le profit et la shareholder value, au nom de l'efficacité. Il respecte les objectifs d'un modèle « stakeholder value » éclairé, mais pense qu'il est difficile d'en mesurer les résultats et que de ce fait, un tel modèle débouche souvent sur l'inefficacité et la poursuite d'intérêts particuliers.

Ces débats restent très ouverts, certains identifient le premier modèle aux entreprises anglo-saxonnes, et le second aux entreprises d'Europe continentale (on a parlé du modèle « rhénan »). Une telle division est loin de refléter la réalité. On peut également y retrouver un clivage entre héritage protestant pour le premier, et héritage catholique plus timide par rapport à la notion de profit, pour le second.

L'excès du premier modèle est un excès d'objectif de rentabilité à court terme, qui rend l'entreprise antipathique, et même odieuse pour tous ses partenaires, y compris son personnel. C'est là probablement l'excès qui était visé par Marx lorsqu'il expliquait que la recherche effrénée de profit par les capitalistes mènerait à la fin du capitalisme. Cette analyse a d'ailleurs été reprise à son compte

---

(59) Jensen, 2001.

récemment par Félix Rohatyn, un des doyens des banquiers d'affaires aux Etats-Unis, qui déclarait à la fin 2002 que seuls les capitalistes pouvaient détruire le capitalisme et que si les pratiques des années 1995-2002 se poursuivaient, ils pourraient bien y parvenir (60).

Mais il y a également un excès du deuxième modèle qui présente l'entreprise comme une fin en soi ne devant rendre compte que de façon subsidiaire à ses actionnaires. La législation aux Pays-Bas prévoit que le Conseil de surveillance des grandes entreprises doit veiller à l'intérêt des stakeholders (61), et les entreprises y présentent parfois des caractéristiques très templières, au mépris de l'intérêt des actionnaires. Ce problème existe depuis la V.O.C. (Compagnies des Indes) au 17<sup>e</sup> siècle.

Le modèle d'entreprise aux Etats-Unis dans les années 70 était probablement trop peu respectueux des actionnaires. Une présentation (62) des mémoires de David Rockefeller contient ce commentaire instructif sur les années 1970 : « there were no corporate raiders, and profit maximization wasn't yet part of the boardroom vocabulary »; les actionnaires se sentaient laissés pour compte. La vague d'OPA hostiles des années 80 en fut la conséquence.

L'optimisation du profit à long terme peut réconcilier les deux modèles car une entreprise doit alors viser l'efficacité tout en respectant ses clients, son environnement, ses fournisseurs, et bien sûr son personnel. Il est toutefois difficile de mesurer le profit à long terme. Le profit à court terme peut en être une indication importante, et les arbitrages entre le court et le long terme sont parfois difficiles. Il n'empêche que le profit est un objectif simple, mesurable et mobilisateur. Il n'y a pas à l'heure actuelle d'autres indicateurs aussi fiables. Une entreprise qui poursuit un objectif de maximisation de profit à long terme, s'inscrit naturellement dans le mécanisme de marché de la théorie néo-classique.

L'entreprise commerciale a depuis très longtemps été conduite avec des préoccupations sociétales, et capable de générosité : le souci de la communauté faisait partie de l'idéal puritain (63) dès le

---

(60) *New York Review of Books*, « 21 November 2002 : from New York to Bagdad ».

(61) Laga, 1999.

(62) *Business Week*, 4 novembre 2002, « The power and the priviledge ».

(63) *The Economist*, « Lots of it about », 14 décembre 2002, rappelle que le modèle d'entreprise anglo-saxonne est loin d'être la machine froide, obnubilée par le seul profit, que certains prétendent.

17<sup>e</sup> siècle en Angleterre, et les grands capitaines d'industrie du 19<sup>e</sup> siècle, critiqués par ailleurs pour leur brutalité en affaires, savaient aussi être très généreux. Mais être généreux avec son argent propre et celui de l'entreprise que l'on dirige sont des choses différentes.

L'entrepreneur travaillant avec son capital personnel définit les compromis, et donc l'objectif « optimal » de profit à court ou à long terme incorporant la juste quantité de générosité, etc..., et le style de gestion qui lui convient. Si son objectif est mal défini, il peut corriger, et il supporte les conséquences de ses choix. Dans une entreprise aux actionnaires multiples, avec un dirigeant peu ou pas actionnaire, et un Conseil d'administration plus au moins proche des affaires, il n'est pas aisé de trouver ce niveau optimal, d'autant qu'il dépend des conditions sociales du secteur, de la maturité de l'entreprise, de l'environnement. Le dirigeant joue un rôle déterminant dans la définition de l'objectif et la mise en place des moyens pour le poursuivre. Or, la maximisation de son utilité personnelle peut conduire l'entreprise vers un comportement trop marchand (s'il est rémunéré sur base de profits immédiats) ou trop templeier (si son utilité est de maximiser son pouvoir, sa tranquillité ou si sa rémunération est liée à la taille de la société).

### C.3.3. *Le problème d'agence*

La surveillance d'une entreprise suppose la définition d'un objectif, et le suivi des résultats par rapport à cet objectif.

Adam Smith avait résumé tout le problème de la surveillance des entreprises, qui à son époque était déjà ancien.

*The directors of such companies... being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance which the partners in a private co-partnery watch over their own... Negligence and profusion, therefore, must always prevail more or less, in the management of the affairs of such a company.*  
(*The Wealth of Nations*) (64)

On voit en effet apparaître dès le moyen âge un problème que les économistes appellent aujourd'hui le problème d'agence, qui était celui du dirigeant non propriétaire d'une entreprise. Ces compagnies, coloniales ou autres dont parle ici Adam Smith, bénéficiaient

---

(64) Adam Smith, 1776.

de chartes du souverain définissant des droits et devoirs, mais n'étaient pas des entreprises commerciales normales.

Ces compagnies dès le 18<sup>e</sup> siècle connaissaient un important problème d'agence (65).

Ce problème d'agence a motivé l'apparition de mécanismes qui faisaient appel à un intéressement au bénéfice, ainsi qu'à des sanctions diverses en cas de fraude.

Ces mécanismes n'ont cependant jamais empêché les abus, les dirigeants pouvaient privilégier leur confort, ou pratiquer des détournements de substance au détriment des sociétés qu'ils dirigeaient, à leur profit. Fernand Braudel (66) exprime de vives suspicions relatives au comportement des dirigeants de la VOC, la Compagnie des Indes orientales néerlandaises, dont les profits déclarés semblent avoir été modestes, mais qui semblent avoir permis un enrichissement considérable de bon nombre de ses employés.

D'autre part, des mécanismes d'intéressement au bénéfice trop motivants pouvaient amener des comportements insupportables visant à la maximisation de ce bénéfice, comme dans le cas de nombreuses entreprises coloniales et marchandes, des fermiers généraux, etc...

Le problème d'agence dans les sociétés cotées en Bourse fait l'objet d'une large littérature académique depuis qu'il fut posé par Berle et Means (67), qui s'inquiétaient du manque de motivation et de moyens d'actionnaires dispersés face à des gestionnaires aux larges pouvoirs. Notons que Berle et Means n'ont pas vraiment découvert ces problèmes, déjà décrits par Adam Smith au 18<sup>e</sup> et Marx (68) au 19<sup>e</sup> siècle, mais la littérature financière est surtout américaine, et les auteurs américains parfois insulaires.

Depuis l'analyse de Jensen et Meckling (69), la littérature sur ce sujet utilise souvent le concept du droit au contrôle et du droit au cash flow pour décrire le problème d'agence dans les entreprises : le

---

(65) Jusqu'à l'apparition de la Joint-Stock Company en Angleterre en 1862, les sociétés anonymes ou autres compagnies ne pouvaient être créées que par un acte de l'autorité publique et/ou avoir un objet d'intérêt général. (Une entreprise commerciale « normale » était censée être conduite par ses propriétaires, qui en étaient responsables). Hannah, 1983; Payne, 1974.

(66) Braudel, 1979.

(67) Berle, Means, 1932.

(68) MARX écrit que « ... ce ne sont pas les capitalistes mais les gestionnaires qui sont au cœur de notre système... La production capitaliste conduit à séparer la supervision de la propriété du capital... », *Das Kapital*, Ch. 23, cité par GROSSFELD, 1971.

(69) Jensen & Meckling, 1976.

gestionnaire détient plus de droit économique ou droit au contrôle que de droit au cash flow (70).

Le problème est de savoir quelle surveillance gère le mieux le problème d'agence.

#### C.4. – *La surveillance des entreprises*

Il est bien sûr des cas où le fondateur-dirigeant d'une société anonyme reste actionnaire important, et où sa famille lui succède. Ceci représente un type de surveillance traditionnel. Cependant, la surveillance par un actionnariat important de type familial n'est possible que pour un cas limité d'entreprises.

Pour les autres, il existe le modèle que l'on appelle « anglo-américain » et qui est en fait hollando-anglo-saxon, les Hollandais en étant probablement les pionniers, d'entreprises surveillées par une multitude d'actionnaires et par le marché, et un modèle appelé « européen continental », que j'appellerais « contrôlé » de surveillance par de grands actionnaires.

A l'origine dans la plupart des pays industrialisés, les droits de vote des actionnaires de sociétés anonymes étaient limités soit à un certain nombre, soit à un certain pourcentage d'actions (71).

Il y a des avantages et inconvénients aux deux modèles, ouvert d'un côté, contrôlé de l'autre. Le modèle ouvert a comme défaut un manque de surveillance, qui donne trop de pouvoir aux gestionnaires et souvent laisse se développer le problème d'agence. Il présente comme avantage de laisser aux chefs d'entreprises compétents et consciencieux une indépendance suffisante pour développer leur entreprise sans lui imposer les contraintes et limitations typiques d'actionnaires de contrôle. Il est aussi le plus naturel, la société anonyme ayant pour vocation d'être un centre de décision en soi (72).

Le modèle contrôlé peut offrir comme avantage une bonne surveillance des gestionnaires, mais le ou les actionnaires importants qui exercent le contrôle peuvent être tentés d'en abuser au détri-

---

(70) Les travaux de Grossman et Hart, 1980; Hart & Moore, 1995 et de La Porta et al, 1997, 1998, 1999, analysent les aspects de relation de pouvoir, et les aspects juridiques de ce problème. Chapelle, 2001 et Becht & Mayer, 2002 analysent aussi les rapports entre droit de vote et droit de contrôle, pour montrer que les détenteurs des droits de vote (petits ou grands actionnaires) ne détiennent pas nécessairement les droits au contrôle.

(71) Becht & Mayer, 2001 rappellent à ce sujet les analyses de Dunlavy, 1998; Franks & Mayer, 1995.

(72) Berle, 1962.

ment des autres actionnaires, ce qui crée donc un autre problème d'agence.

La Porta et al (73) soutiennent que dans les pays de droit coutumier, les actionnaires minoritaires sont mieux protégés, car les abus de position dominante sont plus efficacement poursuivis par des tribunaux qui s'adaptent. De ce fait, il y a moins de profit à être actionnaire de contrôle, et moins de danger à être actionnaire minoritaire : dans des pays où les investisseurs sont bien protégés, le modèle d'entreprise à actionnariat dispersé est beaucoup plus répandu. Ils soutiennent aussi que les marchés de capitaux valorisent mieux et financent plus volontiers les entreprises dans les pays où les droits des actionnaires sont mieux protégés. Toutefois, disent-ils, dans les pays à actionnariat concentré, les actionnaires de contrôle ont d'importants moyens de pression pour empêcher la mise en place d'une réglementation protégeant les investisseurs (74).

Divers auteurs (75) soutiennent que les deux modèles ont leurs mérites, le modèle ouvert convenant plus à des entreprises dont l'horizon de temps est plus rapproché, et le modèle contrôlé convenant plus à des entreprises dont l'horizon est plus long, les investissements fixes plus importants.

Aucune structure d'actionnariat ne semble entraîner une efficacité de gestion systématiquement meilleure que les autres (76). Néanmoins, parmi les systèmes contrôlés, l'actionnariat familial est le plus stable. Le système ouvert semble conduire à la meilleure valorisation en Bourse (77). De plus, il permet une croissance plus aisée.

#### *Qui sont les bons actionnaires de contrôle ?*

Il faut aussi remarquer que la question de savoir qui peuvent être ce ou ces actionnaires de contrôle est non résolue. Quant à la structure des sociétés cotées en Europe, 37 % sont à actionnariat ouvert et dispersé, et 44 % à contrôle familial (78). Les sociétés financières et grandes sociétés sont plutôt à actionnariat ouvert, les non-finan-

---

(73) La Porta et al, 1998, 2000.

(74) Roe, 1994; Bebchuck & Roe, 1999 pensent de même.

(75) Prowse, 1994; Becht & Mayer, 2002; Chapelle, 2001, etc.,...

(76) Demsetz & Villalonga, 2000.

(77) La Porta & al, 1997, 1999; Vishny & Shleifer, 1997.

(78) Faccio et Lang, 2001.

cières et petites plutôt familiales. Le solde est contrôlé par des banques, l'Etat, parfois d'autres sociétés. Il existe une certaine proportion de structures pyramidales et d'actions à vote plural (79) entre autres dans les cas de contrôle familial.

Lorsque le contrôle est exercé par une ou des familles, une bonne qualité de surveillance peut être espérée à long terme mais il existe des risques de pouvoir patriarcal exagéré et de népotisme.

Mais lorsque ces familles n'existent pas ou plus, ces actionnaires de contrôle doivent être l'Etat ou des sociétés. Quelles sont ces sociétés :

– Des sociétés d'investissement de type Fonds de pension ou Fonds d'investissement, appelés investisseurs institutionnels, ou professionnels. Elles ont des limitations relativement strictes qui ne leur permettent pas d'être actionnaires pour un pourcentage très important de quelque société que ce soit. Le fait de participer activement au contrôle via des postes d'administrateur est délicat. Le droit anglo-saxon considère qu'un gestionnaire de fonds est en conflit d'intérêt par rapport à son devoir fiduciaire s'il accepte un mandat d'administrateur dans une société où il a investi l'argent des investisseurs.

– Reste alors le cas d'autres sociétés industrielles, commerciales, ou financières. Ceci ne fait que déplacer le problème parce qu'il faut également se demander qui va contrôler ces sociétés. Les sociétés industrielles ou financières ne sont pas faites pour cela et ont rapidement des conflits d'intérêt dès lors qu'elles peuvent être concurrentes, fournisseurs ou clients des sociétés qu'elles surveillent. Le dirigeant d'une société actionnaire de contrôle d'une autre société représente d'ailleurs un problème d'agence et de légitimité : il détient professionnellement des droits de contrôle et des droits au cash-flow sans rien détenir patrimoniallement.

L'historique de la surveillance de grandes entreprises cotées en bourse par des banques (modèle allemand, japonais, espagnol), par l'Etat (modèle français et italien), ou par des holdings plus ou moins familiaux (cas de certains groupes coréens, belges et, dans une cer-

---

(79) Becht, 1999; Chapelle, 2001; voir aussi the public utilities holding company act de 1935 aux USA, qui vise spécifiquement à empêcher l'apparition de structures pyramidales de contrôle abusif sur les entreprises.

taine mesure, italiens et suédois) ne permet pas de déceler de modèle de surveillance de sociétés par d'autres sociétés qui offrent une efficacité évidente.

Le système belge de holding de pouvoir a créé des conflits d'intérêts qui ont débouché sur une vente systématique de la plupart des grandes entreprises belges à des entreprises étrangères (80), souvent moins performantes.

De plus l'actionnariat de sociétés dans d'autres sociétés débouche rapidement sur des participations croisées entre sociétés ce qui a tendance à neutraliser la surveillance, chacun des dirigeants respectant la souveraineté des autres en échange de la reconnaissance de sa propre souveraineté. Ce système atteint une forme presque caricaturale au Japon et en France. Ces participations croisées provoquent une création de fonds propres fictifs et amplifient probablement les amplitudes des fluctuations boursières.

#### *Des surveillances diverses*

Le contrôle des sociétés cotées par d'autres sociétés pose probablement plus de problèmes qu'il n'en résout. Les deux formes les plus naturelles, et qui en général respectent le mieux les droits de propriété, sont le contrôle familial d'une part, le contrôle par une multitude d'actionnaires ou par le marché d'autre part.

Pour les grandes et très grandes sociétés, le choix entre les deux modèles est limité par le fait qu'il est difficile d'en être actionnaire de contrôle, étant donné les capitaux gigantesques que cela immobilise. Dans les 100, et même 500 plus grandes sociétés du monde (81), la grande majorité est à actionnariat dispersé et même de plus en plus dispersé. Les classements (82) des 100 sociétés les plus admirées ou les plus respectées font aussi apparaître une majorité de sociétés à actionnariat dispersé; ces classements présentent bien sûr un biais en faveur des grandes sociétés, car elles sont les plus visibles. Parmi

---

(80) Delvaux et Michielsen, 1999.

(81) Voir *Fortune*, 20 janvier 2003, *Financial Times*, 20 janvier 2003.

(82) *Idem*.

les autres sociétés dans ces classements figurent un grand nombre de sociétés à actionnariat familial (83).

Le contrôle des entreprises par des sociétés grands actionnaires garde des partisans et cela restera une forme de surveillance pratiquée dans divers pays. Il reste à espérer que les situations d'abus de pouvoir par ces actionnaires de contrôle soient mieux contrôlées à l'avenir que dans le passé dans des pays comme l'Italie, la Belgique, la Corée du Sud etc... Il en va du respect du droit de propriété qui est essentiel pour le bon fonctionnement des marchés.

Il est important aussi de souligner que le problème d'agence ne concerne pas seulement les dirigeants pas ou peu actionnaires, mais aussi les actionnaires de contrôle qui, à travers des actions à vote plural ou des structures pyramidales, détiennent plus de droits de contrôle que de droits économiques.

Ils concernent aussi les gestionnaires de fonds professionnels dont le laxisme vis-à-vis de l'assemblée générale permet et encourage les insuffisances ou abus des dirigeants et des actionnaires de contrôle. Beaucoup de gestionnaires de fonds sont liés de diverses façons aux banques (pour les fonds d'investissements) et aux dirigeants d'entreprises (pour les fonds de pension) (84).

Il est peu contestable donc que dans divers pays, et particulièrement aux Etats-Unis et en Angleterre, les lois et règlements qui protègent les actionnaires minoritaires et découragent la détention de participations de contrôle dans des sociétés cotées en bourse par d'autres sociétés resteront d'application. Il est donc plus que probable qu'un nombre important d'entreprises, et particulièrement les plus grandes, s'inscriront dans ce modèle ouvert d'actionnariat dispersé et de surveillance par une multitude d'actionnaires et le marché. Il est donc important de nous pencher sur les enseignements à tirer de la capacité des marchés à assumer ce rôle de surveillance, ce qui est essentiellement une question de surveillance du problème d'agence.

---

(83) Notons que l'expression « entreprise familiale » recouvre des réalités très diverses, allant de la société contrôlée et gérée par les membres d'une famille, à des sociétés dont une famille est actionnaire influent, pas nécessairement impliquée dans la gestion. Ce dernier modèle est très positif, combinant une bonne capacité de surveillance, et une faible vulnérabilité à des changements brusques d'actionnariat.

(84) Sur les conflits d'intérêt des gestionnaires de fonds, voir Allen & Galle, 2000; Lorsh, 1991; Charekham, 1991; Barry Riley dans *FT fm*, supplément du *Financial Times*, 18 novembre 2002, « Sane approach to setting fees ».

Mais si les modèles contrôlés sont très différents d'un pays à l'autre, les modèles ouverts le sont aussi, et le concept de modèle anglo-américain, pourtant largement utilisé par la littérature et la presse anglo-américaine, recouvre deux conceptions très différentes.

#### D. – LA SURVEILLANCE DES ENTREPRISES AU ROYAUME-UNI ET AUX ETATS-UNIS

Le problème d'agence a suscité la création en Angleterre de la fonction d'auditeur dès le 13<sup>e</sup> siècle pour contrôler les comptes des guildes et corporations. Watts & Zimmerman (85) en font l'historique et soutiennent que, dès lors que diverses personnes (les marchands) étaient intéressés à la correction des comptes gérés par quelques-uns (les gestionnaires des corporations), il y avait un intérêt économique à utiliser des contrôleurs communs, professionnels. Il était nécessaire qu'ils fussent indépendants. Leur définition de cette indépendance est simple et intéressante : leur capacité à dénoncer des manquements aux contrats. Elle peut encore être utilisée de nos jours.

La pratique de ces auditeurs en Angleterre a accompagné le développement des guildes et corporations ainsi que l'apparition des sociétés marchandes et coloniales dès les 15<sup>e</sup> et 16<sup>e</sup> siècles. La certification des comptes par les auditeurs fut rendue obligatoire par le « Companies act » de 1844.

Aux Etats-Unis, la pratique de l'audit des comptes de sociétés par actions se répandit au 19<sup>e</sup> siècle sous l'influence des investisseurs anglais qui exigeaient un contrôle indépendant des comptes. Une forme spécifique d'analyse des comptes et de diffusion d'informations s'est développée aux Etats-Unis dès le 19<sup>e</sup> siècle, qui a évolué vers les agences de rating que l'on connaît aujourd'hui ; elles traitent l'information pour permettre aux marchés de mieux l'utiliser.

Les auditeurs jouent un rôle important de contrôle des comptes, mais ces comptes doivent être rendus à quelqu'un, un surveillant, qui a le pouvoir d'en faire un usage utile.

Bien que partageant un grand nombre d'origines juridiques et historiques, les systèmes anglais et américain de surveillance des entreprises cotées diffèrent. Le système anglais laisse un rôle plus

---

(85) Watts & Zimmerman, 1983.

important aux actionnaires et investisseurs professionnels, alors que le système US confie un rôle important aux courtiers, aux Investment Banks et aux agences de rating.

D.1. – *La surveillance par le marché au Royaume-Uni*

Les excès financiers des années 20 ont été moins graves à Londres qu'aux Etats-Unis. Les autorités de marché n'ont pas souhaité bouleverser la structure financière anglaise qui a d'ailleurs servi de modèle à certaines des réformes des années 30 aux Etats-Unis. L'assemblée générale avait et a toujours en Angleterre un rôle plus important que dans beaucoup de pays ; elle doit entre autre approuver toute vente ou achat d'actifs représentant une partie significative du capital de la société. Les conflits d'intérêt avec d'éventuels actionnaires importants sont combattus par des règles imposant une large majorité d'administrateurs indépendants de ces actionnaires ainsi que le respect strict de règles de conduite « at arm's length » entre une société cotée et un quelconque actionnaire (86).

Ce sont là aussi des mesures qui découragent la détention de blocs importants d'actions, certainement par des sociétés (87), mais l'assemblée générale garde beaucoup plus de pouvoir qu'aux Etats-Unis. Les investisseurs institutionnels et professionnels qui ne détiennent chacun que quelques pour-cent du capital au maximum sont ensemble influents dans ces A.G., en tout cas lorsqu'il n'y a pas ou plus d'actionnaires familiaux. Divers auteurs (88) estiment que les institutionnels au Royaume-Uni sont trop passifs. Ils le sont en tout cas moins qu'aux Etats-Unis mais devraient viser mieux.

La surveillance des entreprises à Londres signifie donc avant tout la surveillance exercée par des investisseurs professionnels. Ceci est utile d'un point de vue économique et fonctionnel, car c'est le rôle des investisseurs de bien surveiller les Conseils d'administration et de le faire périodiquement en A.G. Le système anglais donne le pouvoir de surveillance aux actionnaires en faisant en sorte qu'ils ne puissent en abuser ; il ne reste donc comme actionnaires importants que des familles ou des institutionnels. Les sociétés ne sont intéressées à être gros actionnaires que si elles peuvent profiter de « synergies » qui en pratique sont généralement des conflits d'intérêt. Les

---

(86) Charkham, 1994 ; Prowse, 1994 ; Becht & Mayer, 2002.

(87) Becht & Mayer, 2002 ; La Porta & al (2000).

(88) Goergen & Renneboog, 2001 ; Franks & Mayer, 1995 ; Monks & Sykes, 2002.

conseils d'administrations fonctionnent aussi mieux en Angleterre qu'aux Etats-Unis, entre autres parce qu'il est plus rare que le CEO soit aussi président du Conseil et qu'il y a un meilleur équilibre de pouvoir (89).

Le système anglais est un bon exemple pour d'autres pays. Il décourage l'actionnariat de contrôle, mais pas l'actionnariat actif. Les investisseurs institutionnels y sont trop passifs, mais cela peut être corrigé par d'autres structures de rémunération et de sanction. La surveillance par l'actionnariat familial y est bienvenue et y perdure dans de nombreux cas sur très longue période. Certains pensent que les pouvoirs de l'A.G. y sont trop élevés, et que cela rend plus difficile des fusions et acquisitions ; mais est-ce un mal ? Ce système de surveillance par les marchés, qui est une surveillance par une multitude d'actionnaires, mérite de servir d'exemple et d'inspiration.

## D.2. – *Les Etats-Unis : les réformes des années 30*

Les excès bancaires existent depuis qu'il y a des Bourses, ils prennent depuis le 19<sup>e</sup> siècle une forme particulièrement intense aux Etats-Unis qui semblent souffrir d'une fascination pour la spéculation et la création monétaire de richesses apparentes (90).

Les scandales des années 20 et le crash boursier de 1929 aux Etats-Unis furent le point culminant d'une période d'affairisme, d'excès financiers qui avaient déjà provoqué une première vague de réformes sous Teddy Roosevelt. Celui-ci n'était pourtant pas hostile aux entreprises ni au système capitaliste, même s'il se méfiait du « big business ».

Les conflits d'intérêt entre différentes fonctions des banques étaient considérés aux Etats-Unis comme une cause majeure des scandales des années 20. Le rôle des banques fut profondément et durablement modifié par le Glass-Steagall act, en 1933, qui leur interdit de détenir des actions et d'en pratiquer le commerce. Le marché boursier devenait le domaine réservé des « Investment Banks » une catégorie nouvelle de banques, seules habilitées à participer aux introductions en bourse et prises fermes d'actions nouvellement émises, et des « brokers », courtiers sur le marché secondaire.

---

(89) *The Economist*, « Thin on top », 25 janvier 2003 ; *Financial Times*, 8 janvier 2003, « Benefits of a power cut » ; *Business week*, 11 novembre 2002, « Don't let the CEO the board, too ».

(90) Keynes 1936, Galbraith, 1990.

De plus, un organisme de contrôle des marchés et du fonctionnement des intermédiaires, la Securities and Exchange Commission (SEC), fut créée.

La législation visait aussi à limiter les pouvoirs des actionnaires et des assemblées générales. La raison en était peut-être un biais anti-business de l'administration Roosevelt et un certain populisme ambiant qui ont provoqué une sur-régulation, comme le pensent certains auteurs (91); il y avait aussi une vision et un souci réel de protéger les marchés dans l'intérêt économique général. En tout cas, des mesures fiscales, légales et réglementaires font que aux Etats-Unis les assemblées générales de sociétés cotées ont peu de pouvoir, que les sociétés sont découragées d'être actionnaires d'autres sociétés cotées (92).

### D.3. – *La surveillance par le marché aux Etats-Unis*

Aux Etats-Unis, la surveillance par le marché ne signifie donc pas une surveillance directe par les actionnaires qui ont peu de pouvoir, même en assemblée générale. Les actionnaires peuvent « voter avec leurs pieds », vendre et faire ainsi baisser le cours, mais si la société n'a pas besoin d'émettre des titres, cette sanction du marché ressemble à un sondage d'opinion dans un pays où il n'y a pas d'élections. Un cours de bourse trop faible peut attirer des prédateurs qui lanceraient une OPA hostile, mais diverses mesures permettent de protéger plus ou moins fortement les gestionnaires contre des OPA hostiles.

Le système juridique U.S. donne beaucoup de pouvoir au Chief Executive Officer, le CEO, qui est bien plus qu'un délégué à la gestion journalière. Le risque d'un problème d'agence est donc important dans ce système. Il est d'autant plus important que le nombre d'entreprises cotées ne payant pas de dividendes est en augmentation sur longue période, accroissant le cash flow libre et le risque de problème d'agence dans ces entreprises.

Les grandes sociétés étaient bien protégées contre les OPA hostiles, du fait de leur taille, jusqu'aux années 1980 car les dinosaures se laissaient mutuellement en paix. Mais les techniques de financement dites de « leveraged buy out » au service de financiers parfois

---

(91) Roe, 1994 et Black, 1990.

(92) Berle & Means, 1932; Roe, 1994; La Porta et al, 1999; Prowse, 1994.

peu scrupuleux, les « raiders », ont alors rendu au marché un vrai pouvoir de sanction. Celui-ci lui fut toutefois retiré à la fin des années 80, car suite aux scandales mêlant divers raiders et leurs banquiers, les autorités tolérèrent un renforcement des mesures de protection contre les OPA hostiles qui sont depuis les années 90 devenues très difficiles aux Etats-Unis (93).

Entre-temps, l'octroi d'options sur actions, les « stock-options », distribué massivement aux dirigeants depuis le début des années 90, était censé résoudre le problème d'agence en faisant converger les intérêts des actionnaires et des dirigeants. Les mérites de ce type de rémunération sont aujourd'hui contestés, car elles n'ont pas fait converger l'intérêt des dirigeants et actionnaires (94).

Les stock-options, des options permettant à leur détenteur d'acheter des actions à un prix fixé au départ, voient leur valeur croître avec le cours de bourse.

Les dirigeants ont depuis lors un intérêt à voir des investisseurs acheter les actions de la société qu'ils dirigent et faire monter leur cours de bourse.

Depuis les années 90, aux Etats-Unis, le message permanent du « marché » est donc important, sous la forme du cours de bourse. Or, celui-ci est influencé par deux formes de notation ou « rating » (le rating est une recommandation d'investir ou pas, avec des nuances), celles venant d'agences donnant un rating à la dette, et celles – plus importantes pour le cours de Bourse – venant des Investment Banks qui donnent un rating aux actions.

Aux Etats-Unis, quelques fonds de pension pratiquent depuis les années 80 ce que l'on appelle de l'activisme, qui consiste à demander des comptes aux dirigeants et au Conseil, et à essayer de sanctionner des administrateurs négligents, mais leur importance dans le marché reste secondaire par rapport à celle des Investment Banks, et ils sont souvent inféodés aux banques et aux CEO (95). Ceci invite à un examen approfondi de ces intermédiaires financiers. L'attitude des entreprises cotées aux Etats-Unis face au dividende,

---

(93) Sur ces mesures de protection, voir Black, 1998; Becht & Mayer, 2002; Prowse, 1994. Sur leurs conséquences : Pound, 1992.

(94) Voir Bedchuk, Fried & Walker, 2002, et de nombreux commentaires et analyses dans la presse spécialisée depuis 2000, 2001.

(95) Il est significatif que les fonds activistes sont surtout des fonds de pension d'employés publics, tel le CALPERS, fonds de pension des fonctionnaires Californiens, qui depuis les années 80 demande, et obtient, le droit d'évaluer les C.A.

fera aussi l'objet d'un bref commentaire, de même que les stock-options, les CEO-stars, et les agences de rating.

### D.3.1. *Investment Banks*

L'activité bancaire aux États-Unis avait donc été divisée en 1933 entre Banques de dépôts et de crédits (Commercial Banks), et banques actives dans le domaine des émissions de titres, et des fusions et acquisitions (Investment Banks). Les agents de change (brokers) formaient une catégorie séparée, intervenant dans les marchés secondaires des titres.

Jusqu'en 1975, l'analyse financière appelée aussi recherche, « research », était le fait de brokers qui publiaient des rapports d'analyses au bénéfice de leurs clients investisseurs ; en échange si ceux-ci étaient satisfaits de la qualité de leurs analyses, ils leur confiaient des ordres en leur payant des courtages fixés par règlement. Les bons courtiers avaient donc les moyens de payer de bons analystes, tout cela au service des investisseurs. Après 1975 sous l'effet de la dérégulation des courtages, les courtiers ont eu beaucoup de mal à survivre indépendamment et ont pratiquement tous été rachetés par des Investment Banks.

Jusque 1975/1980 il était raisonnable de dire que les Investment Banks considéraient que l'éthique de fonctionnement était un atout essentiel dans un métier basé sur la confiance. La plupart d'entre elles souhaitaient être les conseillers à long terme des chefs d'entreprises, cherchant à leur donner un avis sur la manière dont les marchés auraient accueilli une opération importante de leur société, qu'il s'agisse d'une émission d'actions, d'une fusion, d'un investissement important. La relation à long terme que chacune d'entre elles visait était basée sur la confiance et sur la déontologie (96), et la déontologie était rentable (97).

Durant les années 80, la vague des OPA hostiles et le développement considérable des marchés de capitaux ont accru le potentiel de revenu de l'Investment Banking. Beaucoup de banques d'affaires ont considérablement grandi et alourdi leurs structures qui devenaient plus impersonnelles (98). Elles ont progressivement considéré

---

(96) Augar, 2001.

(97) Hayward & Boeker, 1998.

(98) Augar, 2001.

qu'il n'y avait aucune raison de ne pas essayer de gagner le plus d'argent possible, le plus vite possible.

Beaucoup d'Investments Banks ont soutenu l'un ou l'autre des raiders qui ont pris d'assaut des sociétés qui avaient été précédemment leurs clients « à long terme ». Dans le livre « Barbarians at the gate » (99), qui décrit une de ces opérations, les Investment bankers sont parmi les plus barbares.

Quelques scandales à la fin des années 80 avaient rétablis une certaine déontologie dans les comportements des Banques, mais leur structure de coût nécessitait des méga-opérations financières, des fusions et acquisitions ou autres opérations de marchés génératrices de commissions. Dans les années 90, la relation opportuniste entre les CEO et les banquiers amena une sérieuse dégradation de la fiabilité des informations fournies au marché boursier, et de la déontologie des affaires (100).

C'est en 1995 que le Congrès US (outrepassant un veto de Bill Clinton) a passé une loi réduisant la possibilité pour les actionnaires d'ester en Justice contre les sociétés produisant des comptes erronés et leurs conseillers (101). C'est aussi l'année où les comptes « pro forma » – des comptes officieux qui souvent travestissent plutôt les faits – apparaissent massivement, comme le montre le tableau ci-dessous compilé par d'Avolio, Gilder & Schleifer en 2001.

*Table 5. Reports of Pro Forma Earnings*

<i>Year</i>	
2001	1468*
2000	1066
1999	625
1998	693
1997	657
1996	504
1995	381
1990	64
1985	43
1980	9

\* Annualized estimate

Source : Author's tabulations using a LEXIS/NEXIS search of PR Newswire

(99) Burrough and Helgar, 1990.

(100) Michaely & Womack, 1999; Hayward & Boeker, 1998.

(101) D'Avolio Gildor & Shleifer, 2001.

Durant les années 90, les Investment Banks ont donc escamoté la notion de conflit d'intérêt en usant de leur réputation en matière d'analyse financière (102).

Elles semblent avoir utilisé l'influence des analystes financiers pour manipuler les marchés à leur profit : un dirigeant qui utilisait les services et « conseils » de l'Investment Bank, sans trop discuter le niveau de commissions, avait plus de chance de voir cette banque d'affaires recommander son titre à l'achat ce qui influençait positivement son cours de bourse (103).

Les dirigeants d'entreprises américaines obtenaient à titre personnel des traitements préférentiels dans les introductions en bourse de sociétés diverses qui leur permettaient de réaliser des plus-values immédiates en vendant le jour de l'introduction en bourse des actions qui leur avait été généreusement attribuées (104).

Ces dirigeants d'entreprises acceptaient aussi de payer des commissions élevées aux Investment Banks pour rémunérer leurs conseils en matière de fusions et acquisitions, émissions d'actions, etc. Ceci peut être une forme de corruption (105) dont des marchés efficaces sont sensés nous protéger. Une étude récente (106) soutient que aux Etats-Unis la moyenne des primes par rapport au prix d'introduction en Bourse était passée de 15 % entre 1990 et 1998, à 65 % entre 1990 et 2000. Ceci a bénéficié aux souscripteurs qui ont pu acheter les titres au prix d'introduction et vendaient souvent dès la première cotation. Divers responsables, dont le procureur général de New York, Elliot Spitzer et l'ancien patron de la SEC, Arthur Levitt, soupçonnent les banques d'utiliser ces primes pour créer la reconnaissance de CEO dont ils espèrent recevoir des mandats lucratifs (107).

---

(102) *New York Review of Books*, 28 février 2002, « Capitalism betrayed »; *The Economist*, « The price of atonement », 16 novembre 2002, 2 décembre 2002. *Financial Times*, 11 décembre 2002, « A truce on Wall Street settlement at last on conflicts of interest ».

(103) *Fortune*, 30 décembre 2002; *Financial Times*, 10 décembre 2002 : « Regulators prepare to question Quattrone », Merrill Lynch vs New York.

(104) *Financial Times*, 5 octobre 2002, « Wall Street gets into a spin ».

(105) *Financial Times*, 20 décembre 2002, « Put corruption under the hammer ».

(106) De Tim Loughram et Jay Ritter, cité dans ce même « Wall Street gets into a spin », 5 octobre 2002.

(107) *Massachusetts vs Credit Suisse*; *First Boston*, *Salomon Brothers vs New York*.

*Les fusions et acquisitions, devenues une composante d'un grand cirque*

Diverses Investment Banks commercialisent activement les opérations de fusions/acquisitions et utilisent à cet effet aussi leurs services d'analyse. Elles diffusent des avis selon lesquels la consolidation dans tel secteur est inéluctable car les économies d'échelles y sont considérables, la globalisation évidente et seules les trois plus grandes sociétés du secteur survivront. En conséquence, elles recommandent à tout chef d'entreprise de réaliser des fusions ou des acquisitions pour atteindre cette taille. Le message contient aussi souvent une menace : « si vous n'acquerez pas, vous serez acquis ».

On aimerait les croire avisées, mais les études incitent à penser le contraire, car les performances des entreprises acquéreuses « à répétition » et les conséquences de la majorité des grandes fusions durant la dernière décennie sont mauvaises, de plus en plus mauvaises, et de façon mesurable (108).

On aimerait croire à l'erreur systématique, mais le niveau malsain de leurs rémunérations incite à penser que leurs « conseils » visent avant tout à générer des opérations rentables pour les banques. Niveau malsain, car elles perçoivent une rémunération considérable (un « success fee ») basée sur un pourcentage, si l'opération se réalise, ce qui crée un conflit d'intérêt.

L'impression est qu'elles ont fait des fusions et acquisitions une fin en soi, entraînant les CEO, motivés de diverses façons, dans des opérations souvent dénuées de logique industrielle. De plus, les Investment Banks émettaient souvent une lettre qualifiée de « fairness opinion », destinée à rassurer le C.A. que l'opération sur laquelle elles allaient facturer des commissions plantureuses était attrayante. Le prix, souvent exagéré, était justifié par des raisonnements savants.

Au sein de la société acquise, le CEO se persuadait d'accepter l'offre car ses stock options gagneraient en valeur, et au besoin on lui offrait un complément sous une forme ou sous une autre.

---

(108) Voir chapitre A.

*Les commissions sont-elles cartellisées ?*

Les rémunérations en matière d'introduction en bourse, les « initial public offerings » IPO, sont aussi fixées à un niveau très élevé (7 %) d'une façon qui suscite des accusations de cartel (109). Un auteur (110) soutient que ce niveau est normal mais n'est pas très critique et son raisonnement est quelque peu circulaire : il constate que ces commissions sont nécessaires pour couvrir les coûts des banques. Mais ces coûts sont des salaires et bonus qui sont exorbitants du fait précisément des commissions (trop) élevées.

*Les murs de Chine*

Les avis ou « ratings » sont censés être donnés sur base de la conviction professionnelle des analystes. Les Investment Banks sont censées isoler le département d'analyse financière par des « murs de chine » pour éviter que des objectifs commerciaux d'autres départements ou des informations confidentielles n'influencent les analystes (111).

Cette séparation de fonction était présentée par les Investment Banks comme la base de leur éthique de fonctionnement. Le non-respect de cette éthique est un échec grave d'une certaine autorégulation, l'indication non seulement d'une cupidité routinière, mais aussi d'un mépris pour les règles tant internes qu'externes, et d'un manque de respect élémentaire pour leurs clients (112), respect qui est à la base de toute éthique.

Le magazine « Fortune » de juin 2002 titrait en couverture : « In search of the last honest analyst », ce qui en dit long.

*Une profession dominatrice*

Ceci mérite un débat qui n'a jusqu'à présent pas eu lieu au sein du Congrès US, peut-être à cause des liens étroits (113) entre les autorités politiques US et les Investment Banks (114). Ces dernières

---

(109) Chen & Ritter, 2000.

(110) Hansen, 2001.

(111) Hayward and Boeker, 1998.

(112) *Wall Street Journal*, 24/25 décembre 2002, « Wall Street Scandals show individual disdain ».

(113) Stiglitz, 2002.

(114) Les Ministres U.S. de l'économie, des finances,...., trouvent souvent des emplois lucratifs à Wall Street après leur passage à Washington. A Wall Street on achète de tout.

semblent avoir convaincu les autorités US que l'Investment Banking, « Wall Street », est tout à la fois un glorieux produit d'exportation et un moyen de diffuser dans le Monde les bonnes pratiques financières US. Il faut donc qu'elles soient fortes (et que des accusations de cartel ou de conflit d'intérêt ne viennent pas les perturber) et que les pays étrangers soient poussés à accepter leur manière de travailler (115). Un des investment bankers symbolique des années 80, Michaël Milken, aimait appeler son département « the Masters of the Universe ». Leurs lobbys sont très actifs et leurs donations politiques importantes.

Ce n'est donc pas du Congrès, ni de l'administration, ni même de l'autorité de marché (la SEC) que sont venues les mises en accusation des Investment Banks aux Etats-Unis en 2002, mais de la justice, du Procureur de New York avant tout, et de ses collègues d'autres Etats qu'il a appelé à l'aider.

Un article de Shawn Tully dans *Fortune* (116) (un magazine guère hostile au capitalisme) est révélateur. Sous le titre « Is Wall Street good for anything? » l'article a un sous-titre bref. « Not lately. But it could be if it lost the cartel mentality, learned some ethics, and remembered the little guy », et une introduction lapidaire « Despite sporadic reforms, almost everything Wall Street does is inefficient and benefits select insiders at the expense of regular investors. Many of its services aren't just useless, but damaging-constituting a sort of aristocratic tax on America's economic activity. Today's scandals could breed no reform more important than to kill the Wall Street levy. The abuses center on three areas : equity research, mergers and acquisitions, and IPO offerings. »

« Wall Street » veut dire les Investment Banks, mais certaines grandes Commercial Banks ont développé des activités également douteuses, et même répréhensibles, dans des montages hors-bilan, l'usage de produits dérivés, etc. De plus, depuis 2000, le Glass-Steagall Act a été aboli et elles font aussi des opérations de marché sans beaucoup d'éthique non plus.

---

(115) Le fait que ces manières de travailler pourraient ne pas convenir à ces pays, particulièrement les pays émergents, est secondaire à leurs yeux. Ainsi la Russie a dû accepter des privatisations par le « marché » tout-à-fait prématurées. Après tout, les autorités chinoises ont aussi été « convaincues » d'accepter l'importation d'opium en 1860. Stiglitz, 2002 est très dur pour la manière dont les Investment Banks et l'administration U.S. coopèrent pour le plus grand profit des premières.

(116) *Fortune*, 16 septembre 2002.

Quand on examine l'importance donnée à la déontologie de fonctionnement des banques et courtiers dans la réforme des années 30, voulue par le Glass-Steagall et l'administration Roosevelt, on doit poser le constat que les règles ont été progressivement supprimées et que les banques ont à nouveau trahi.

On propose pour résoudre ce problème de forcer la séparation des activités de l'analyse financière et de l'Investment Banking afin de rendre aux analystes une réelle indépendance.

A la fin 2002, un accord entre le procureur de New-York, Eliot Spitzer, et les grandes *investment banks* a condamné ces dernières à de menues amendes (1,5 milliards de dollars, quelques pourcent de leurs bénéfices annuels) et une séparation fonctionnelle des activités d'Investment Banking, qui ne convainc pas vraiment quant à son efficacité (117). Les Investment Banks résistent à une séparation totale, arguant que le coût de l'analyse financière est trop cher pour être payé par le seul courtage. Ceci est fallacieux et circulaire car ce coût élevé provient surtout des salaires exorbitants payés aux analystes. De « bons » analystes perçoivent aisément des salaires de plus de 1 million de dollars, voire de 10 ou 20 millions de dollars (118). Par « bon », il ne faut plus entendre « perspicace » comme dans le temps, mais susceptible d'aider à faire vendre des actions, à en faire monter le cours, et capable d'apporter des deals.

Le coût des départements d'analyse financière dans les grandes banques US a été multiplié par 4 ou 5 entre 1998 et 2001, principalement du fait de l'augmentation des salaires, sans que quelqu'un ait remarqué une augmentation de la qualité du service.

Il faut espérer que la machine juridique U.S., dont l'action pourrait se poursuivre, réussisse à réformer le métier d'Investment Banking en profondeur, car c'est un métier qui peut être utile au bon fonctionnement des marchés et qui devrait rester important dans la surveillance des entreprises par les marchés, même si ce rôle de surveillance devait à l'avenir être plus largement assuré par les investisseurs institutionnels.

---

(117) *Financial Times*, 11 décembre 2002, « A truce on wall street... »; 23 décembre 2002, « Research settlement may benefit big banks »; « How march to the inevitable global deal »; etc.

(118) Voir *The Economist*, 16 novembre 2002, « The price of atonement »; 25 janvier 2003, « But which way is up? ».

### D.3.2. *Une autre caractéristique U.S., un dividende évanescent*

Au cours des dernières décennies, le dividende est en disgrâce aux Etats-Unis.

Une action peut être décrite comme étant la somme d'un droit de vote, un droit à la valeur de liquidation, et un droit aux dividendes futurs d'une société. Les deux premiers sont, en temps normal, d'une signification négligeable pour un actionnaire n'ayant, ni ne visant le contrôle de la société, c'est-à-dire la grande majorité des actionnaires dans le cas de sociétés à actionnariat ouvert. Hors perspective de rachat par un tiers, celui qui achète une action n'en recevra donc jamais que des dividendes, ou le prix qu'il recevra plus tard en la revendant. Celui qui achète des actions pour cette dernière raison espère simplement les revendre à un prix plus élevé, le lendemain ou plus tard. Ceci permet de justifier un achat à n'importe quel prix ; c'est ce qu'on appelle la « bigger fool theory » : on trouvera toujours un plus fou...

Keynes (119) avait déjà souligné les dangers de marchés spéculatifs visant le court terme dans lesquels les éléments psychologiques et émotionnels dominaient, entre autre pour expliquer les excès, l'exubérance, des années 20.

Dans les années 50, beaucoup d'investisseurs achetaient naturellement des actions pour le rendement qu'elles offraient, le dividende par rapport au prix à payer ; jusqu'à cette époque le rendement moyen des actions était d'ailleurs souvent égal ou supérieur au rendement des obligations.

### *Science financière et marchés efficients*

La révolution de la science financière est venue avec Modigliani & Miller (M&M).

Les théories de Modigliani et Miller (120) soutiennent que la structure financière d'une société ne devrait pas avoir d'impact sur sa valorisation. Elles impliquent aussi (121) que le dividende ne doit théoriquement pas en avoir ; le dividende payé est retiré de la valeur de l'entreprise, et est donc indifférent pour l'investisseur, en cas de neutralité fiscale entre dividende et plus-value.

---

(119) Keynes, 1936.

(120) Modigliani et Miller, 1958, 1959, 1961.

(121) Miller & Scholes, 1978, 1982 ; Miller, 1986.

Ces études forment la base de la science financière dite du *corporate finance* aux Etats-Unis depuis un demi-siècle.

Pour Modigliani et Miller et de nombreux autres auteurs, elles justifient la disparition du dividende, son traitement fiscal étant presque partout désavantageux par rapport à la plus-value.

Depuis cette époque, une littérature considérable a été consacrée à l'examen de la validité de ces propositions. Une science financière s'est développée, relative entre autre à la structure financière optimale qu'une société devait viser en fonction de ses divergences par rapport aux hypothèses de marchés de M&M, entre autres l'existence de taxes, la perception différenciée du risque, etc...

Le monde académique partageait de façon croissante une forte conviction de l'inutilité du dividende en cas d'efficience des marchés. Les banques et le monde académique US aiment croire que les marchés US sont efficients et en ont convaincu les médias, les épargnants, les autorités,...

Aux Etats-Unis, les lois permettent aux sociétés de racheter leurs actions facilement. Le but de ces rachats peut être de provisionner des programmes de stock options, de préparer de futures acquisitions ou simplement de soutenir le cours de bourse. Ces rachats d'action sont parfois assimilés à une variante du dividende, une autre utilisation des bénéfices pour rendre de l'argent aux actionnaires.

#### *Une « nouvelle économie » sans dividendes*

En tout cas aux Etats-Unis, le dividende est en déclin auprès des sociétés cotées en Bourse. Fama et French (122) montrent que progressivement depuis 1978 moins d'entreprises cotées en Bourse payent des dividendes, et que les entreprises qui payent des dividendes en payent proportionnellement moins qu'avant. Le phénomène s'est accéléré dans les années 90, un grand nombre de sociétés nouvellement introduites en Bourse ne payant pas de dividendes.

L'explication qu'ils en donnent est illustrative des convictions et d'une certaine naïveté de la communauté financière et académique U.S. : le marché a mieux compris la neutralité financière du dividende, la discipline financière imposée par le dividende est moins

---

(122) Fama et French, 2000.

nécessaire qu'avant car les stock-options réduisent le problème d'agence (c'était en l'an 2000), et les CEO détenant des stock-options préfèrent les plus-values (c'est vrai, mais il serait bon de souligner que cela constitue un conflit d'intérêt dans leur chef).

En tout cas, ce phénomène fut très caractéristique des entreprises de la « nouvelle économie » aux États-Unis : cette nouvelle économie annonçait aussi l'avènement du marché parfaitement efficient, qui n'avait pas à s'encombrer de dividendes. Les actions de ces sociétés étaient « marketées » comme génératrices d'un « return » composé d'un éventuel dividende, mais surtout d'une plus-value, qui peut être substantielle et à très court terme.

Durant les années 1990, il devenait presque honteux de payer un dividende, cela montrait que l'entreprise n'avait pas de projets. La gestion de l'information financière, parfois au-delà des limites de la correction, était censée « rassurer » les marchés (123). Microsoft, société emblématique de la nouvelle économie, ne payait pas de dividendes et n'annonçait pas l'intention d'en payer. Conséquence, avec 40 milliards de dollars en caisse, la société se lance dans des diversifications coûteuses (124). Au début 2003, elle a annoncé son intention de commencer à payer des dividendes.

#### *Les mérites oubliés du dividende*

Le dividende est pourtant un bon moyen de réduire le problème d'agence (125) et est apprécié de nombreux actionnaires, pour des raisons très diverses (126). M&M en 1961 admettent qu'il pouvait contenir un message quant à la situation réelle de l'entreprise et ses bénéfices futurs, ce qui expliquait la réaction positive du marché à une annonce de hausse de dividendes. Des études récentes confirment le lien entre accroissement du dividende et bénéfices futurs (127).

Les mérites du dividende ont peut-être été sous-estimés, entre autre par rapport au problème d'agence (qui est loin d'être résolu) car ils réduisent le cash flow libre et par rapport aux problèmes de

---

(123) Sur les excès de la communication financière : voir Fuller & Jensen, 2002; D'Avoglio et al, 2001.

(124) *Financial Times*, 20.11.2002.

(125) Jensen, 1986.

(126) Jagannattan, Stephens, Weisbach, 2000; La Porta, Lopez de Silvanes, Shleifer & Vishny, 2000; Allen, Bernardo, & Welch, 2000.

(127) Nissim et Ziv, 2001.

véracité des comptes car ne pouvant être payés qu'avec de vrais profits ils s'accommodent mal de profits « pro forma », et autres *ebitda*.

De plus, pour les actionnaires à long terme ils sont un vrai revenu, ce que des plus-values latentes ne sont pas. Ils pourraient même servir de base à la rémunération variable des dirigeants, ce qui réconcilierait vraiment les intérêts des dirigeants et actionnaires, dans le long terme.

Enfin, ils donnent un élément objectif de valorisation des actions, ce qui est bien utile.

En dépit de toutes les théories, Morgan Stanley a calculé en 2002 une sur-performance près de 20 % des actions payant un dividende par rapport à celles qui n'en payent pas : peut-être un tournant du marché, ou au moins un frémissement.

*Le besoin de fonds propres : toujours croissant ?*

Les besoins de fonds propres d'une entreprise peuvent croître parce qu'elle peut faire des investissements rentables, entre autre parce que son secteur d'activité connaît une croissance.

Ils peuvent aussi décroître parce que son secteur est stagnant ou parce qu'un changement de technologie réduit les besoins d'investissements. Or, la mise en réserve d'une partie de bénéfices de l'année est presque automatique, et des augmentations de capital sont souvent acceptées par les marchés sans trop de problèmes. Beaucoup de chefs d'entreprises ont une tendance naturelle à vouloir maximiser « leurs » fonds propres même sans pouvoir les rentabiliser dans leur métier. Ceci est une des causes essentielles du problème d'agence tel que décrit par Jensen et Meckling en 1976 (128). L'utilisation de ces fonds excédentaires mène à des diversifications oiseuses, à du surinvestissement non rentable, etc.

Une distribution faible ou nulle des bénéficiés en dividendes accroît ce problème.

Au début 2003, Michaël Porter, encourageant les projets de l'administration U.S. de détaxer le dividende, soutient que les théories hostiles au dividende ont perverti les mentalités aux Etats-Unis, provoqué une accumulation excessive de fonds propres dans beau-

---

(128) Jensen & Meckling, 1976.

coup d'entreprises, ainsi que des acquisitions excessives, anti-économiques et destructives de valeur (129).

### D.3.3. *Les stock-options*

Depuis les années 80, la solution proposée au problème d'agence a été de donner plus de stock-options aux CEO, en espérant qu'ils utilisent mieux les fonds propres dont ils disposent.

La rémunération des dirigeants aux Etats-Unis sous forme de stock-options s'est généralisée dans les années 80 et 90. Les stock-options sont de plus en plus répandues (jusque l'été 2002 en tout cas), et l'euphorie régnante avait fait penser qu'elles avaient résolu le problème d'agence car « elles faisaient converger l'intérêt des dirigeants et celui des actionnaires ». Depuis, diverses études soulignent que les stock-options rendent les dirigeants intéressés à des mouvements à court terme des cours de bourse, les poussent à enjoliver et même (dans certains cas) à falsifier leurs chiffres pour rentabiliser leurs options dans une période donnée. Tout ceci n'est pas dans l'intérêt des actionnaires ni de la société (130). De plus, ces stock-options étaient octroyées sans enregistrement comptable d'un coût pour la société, ce qui sous-estimait les coûts salariaux de la société.

Cela accroissait aussi le côté alchimique de la chose. Le marché efficient produisait des rémunérations qui ne coûtaient rien. Cette alchimie est dénoncée depuis des années par Warren Buffett, gestionnaire de fonds actif et efficace aux Etats-Unis.

L'octroi massif de stock-options est aujourd'hui considéré comme une des raisons importantes de la perte de déontologie des CEO U.S., et des stratégies douteuses d'acquisition et de communication des entreprises.

### *Cela ne coûte rien ?*

La question très débattue de la nécessité de comptabiliser un coût relatif à l'octroi de ces stock options mérite un examen à la lumière d'une étude récente (131) selon laquelle pour beaucoup d'entreprises

---

(129) *Financial Times*, 14.01.2003, « The cut that could pay Dividends ».

(130) Pour une recherche récente, voir Bedchuck, Fried & Walker, 2002.

(131) Grullon & Michaely, 2002.

U.S., les programmes de rachat d'actions propres par les sociétés se substituent de façon croissante au dividende. Une telle hypothèse est un peu embarrassante pour les défenseurs de la perfection des marchés, et permet par un cas de figure, d'illustrer le coût très réel des stock-options :

- une entreprise typique d'un secteur de croissance octroie à son CEO au temps  $T_0$  des stock options pour un montant correspondant à 25 % de ses bénéfices. Supposons que son cours de bourse double et que les options sont toutes exercées au temps  $T_1$  par le CEO qui revend tout de suite les actions;
- la même entreprise typique consacre 50 % de ses bénéfices au temps  $T_1$  à racheter ses actions. Le montant correspond au cours de bourse des actions issues des stock-options du CEO;
- La moitié de ce montant correspond au prix d'émission des actions nouvellement émises et est neutralisé de même que le nombre d'actions. L'autre moitié est un coût net pour l'entreprise, et est exactement le profit du CEO;
- Au total, les actions émises à 25 % ont été rachetées à 50 %, la société a donc versé 25 % de ses bénéfices à son CEO sans comptabiliser de coût.

Pour beaucoup de sociétés US, la proportion des bénéfices consacrée au rachat d'actions est en augmentation régulière, et le montant de stock options octroyé aux dirigeants aussi. L'un et l'autre représentent déjà plus de 50 % des bénéfices de certaines sociétés (132).

Selon cette analyse, les bénéfices de ces sociétés ne sont pas distribués en dividendes, mais servent donc de façon croissante à rémunérer les dirigeants via des options dont sont issues des actions, que la société rachète. Les autres actionnaires s'achètent et se vendent des actions entre eux, mais ne reçoivent jamais rien. Notons que cette analyse ne s'applique qu'à certaines sociétés, et que Fama et French (133) estiment quant à eux que le rachat d'actions ne semble pas être un substitut aux dividendes.

---

(132) Grullon & Michaely, 2002.

(133) Fama et French, 2000.

*Une convergence douteuse*

Ce qui importe pour les dirigeants détenteurs d'options, c'est que les cours connaissent de fortes volatilités (134). Des cours élevés permettent d'engranger des plus-values, des cours bas permettent d'obtenir des prix d'exercice des options bas, soit lors de l'attribution des options, soit plus tard, quand suite à des baisses de cours on ajuste vers le bas le prix d'exercice des options, ce qui n'est pas généralisé mais fréquent.

Diverses études et instructions judiciaires sont en cours pour déterminer si des cours de bourses ont été manipulés à la hausse pour permettre à des CEO de vendre leurs titres. Il semblerait aussi (135) que les cours ont tendance à baisser anormalement juste avant l'attribution des options. Même si des fraudes de ce type sont infirmées, le système est malsain, il ne fait en tout cas pas converger l'intérêt des actionnaires et des CEO, et il est loin d'être neutre pour le patrimoine des sociétés.

Les stock-options sont aujourd'hui publiquement mises en question mais la principale mesure envisagée est une prise en charge comptable de leurs coûts. Michaël Jensen, pourtant vigilant depuis les années 1970 par rapport aux problèmes d'agence des CEO, critique les stock-options actuelles (136) mais suggère de les remplacer par d'autres options plus complexes, liées encore à la plus-value.

Il est pourtant simple de lier la rémunération des dirigeants au dividende. Cela les motive à veiller au long terme, et fait vraiment converger leurs intérêts avec ceux des actionnaires. Mais cela va à l'encontre des théories qui négligent le dividende et des théories peuvent devenir des dogmes.

*Des effets secondaires*

L'octroi de stock-options ne doit pas être comptabilisé comme coût par l'entreprise. Or, ces options ont une valeur pour celui qui les reçoit. Ceci a amené diverses sociétés à distribuer assez généreusement des options à toute personne qui, au sein et autour de l'en-

---

(134) La valeur d'options augmente avec la volatilité du cours des actions sous-jacente, alors que cette volatilité est une nuisance pour les actionnaires.

(135) Chauvin & Shenoy, 2000.

(136) *The Economist*, 15 novembre 2002, « How to pay bosses ».

treprise pouvait aider à sa réussite, afin d'élargir le cercle des gens intéressés à une hausse du cours de bourse (137). Lorsque ce cercle atteint des fournisseurs, des conseillers, voire des contrôleurs, il peut en résulter un certain aveuglement et des comportements anormaux. Cela revient à une corruption douce, qui n'est peut être pas formellement considérée répréhensible (entre autre parce que cela n'a rien « coûté »), et est donc d'autant plus dangereuse (138).

Le tableau suivant provient du papier de Grullon & Michaely

*Table I*  
*Aggregate Cash Distributions to Equityholders*

This table reports annual information on aggregate cash distributions to equityholders for a sample of U.S. firms. The data sample consists of all firm-year observations on Compustat (Full-Coverage, Primary, Secondary, Tertiary, Research, and Back Files) over the period 1972 to 2000 that have available information on the following variables : *REPO*, *DIV*, *EARN* and *MV*. *REPO* is the expenditure on the purchase of common and preferred stocks (Compustat item #115) minus any reduction in the value (redemption value) of the net number of preferred shares outstanding (Compustat item #56). *DIV* is the total dollar amount of dividends declared on the common stock (Compustat item #21). *EARN* is the earnings before extraordinary items (Compustat item #25). The data sample contains 134.646 firm-year observations and excludes banks, utilities, and insurance companies.  $\Sigma_1$  represents the aggregation of data by calendar year.  $\Sigma_i$  *EARN*,  $\Sigma_i$  *DIV*, and  $\Sigma_i$  *REPO* are expressed in millions of dollars.

La cinquième colonne indique donc le pourcentage des bénéfices consacré au dividende, et la sixième, le pourcentage des bénéfices consacré au rachat d'actions, dans un échantillon de sociétés U.S.

---

(137) Cette pratique était répandue parmi les sociétés de technologie U.S. et certains de leurs émules, par exemple Lernhout & Hauspie en Belgique.

(138) *Financial Times*, Decembre 2002, Henry KAUFMAN, « Put corruption under the Hammer »; 5/6 octobre 2002, « 20 Wall Street gets into a spin », etc.

<i>Year</i>	$\Sigma_i$ <i>EARN</i>	$\Sigma_i$ <i>DIV</i>	$\Sigma_i$ <i>REPO</i>	$\Sigma_i$ <i>DIV</i> / $\Sigma_i$ <i>EARN</i>	$\Sigma_i$ <i>REPO</i> / $\Sigma_i$ <i>EARN</i>	$\Sigma_i$ <i>DIV</i> / $\Sigma_i$ <i>MV</i>	$\Sigma_i$ <i>REPO</i> / $\Sigma_i$ <i>MV</i>	$\Sigma_i$ <i>REPO</i> / $\Sigma_i$ <i>DIV</i>
1972	41,437	17,633	1,488	42,55 %	3,59 %	2,19 %	0,19 %	8,44 %
1973	57,511	20,472	3,105	35,60 %	5,40 %	3,04 %	0,46 %	15,17 %
1974	70,185	26,010	1,575	37,06 %	2,24 %	5,20 %	0,31 %	6,06 %
1975	65,913	27,431	0,848	41,62 %	1,29 %	3,97 %	0,12 %	3,09 %
1976	84,540	32,014	1,592	37,87 %	1,88 %	3,70 %	0,18 %	4,97 %
1977	95,224	38,243	3,615	40,16 %	3,80 %	4,63 %	0,44 %	9,45 %
1978	106,423	40,255	4,311	37,83 %	4,05 %	4,81 %	0,52 %	10,71 %
1979	135,059	46,154	5,446	34,17 %	4,03 %	4,62 %	0,54 %	11,80 %
1980	136,632	50,555	6,599	37,00 %	4,83 %	3,87 %	0,50 %	13,05 %
1981	132,963	51,898	6,269	39,03 %	4,71 %	4,54 %	0,55 %	12,08 %
1982	104,009	52,889	10,561	50,85 %	10,15 %	4,02 %	0,80 %	19,97 %
1983	130,466	59,641	9,195	45,71 %	7,05 %	3,62 %	0,56 %	15,42 %
1984	151,854	61,508	28,625	40,50 %	18,85 %	3,95 %	1,84 %	46,54 %
1985	144,720	72,996	44,104	50,44 %	30,48 %	3,49 %	2,11 %	60,42 %
1986	133,920	76,337	39,371	57,00 %	29,40 %	3,13 %	1,61 %	51,58 %
1987	185,145	88,784	55,039	47,95 %	29,73 %	3,44 %	2,13 %	61,99 %
1988	219,724	108,954	53,640	49,59 %	24,41 %	3,79 %	1,87 %	49,23 %
1989	226,501	108,963	59,845	48,11 %	26,42 %	3,03 %	1,66 %	54,92 %
1990	211,826	114,215	46,759	53,92 %	22,07 %	3,45 %	1,41 %	40,94 %
1991	168,838	115,949	26,126	68,67 %	15,47 %	2,75 %	0,61 %	22,53 %
1992	171,498	111,320	33,296	64,91 %	19,41 %	2,54 %	0,76 %	29,91 %
1993	210,036	116,668	36,378	55,55 %	17,32 %	2,27 %	0,71 %	31,18 %
1994	303,136	135,911	46,589	44,83 %	15,37 %	2,46 %	0,84 %	34,28 %
1995	355,534	156,660	72,467	44,06 %	20,38 %	2,13 %	0,98 %	46,26 %
1996	438,505	176,019	103,337	40,14 %	23,57 %	1,94 %	1,14 %	58,71 %
1997	461,392	181,113	146,753	39,25 %	31,81 %	1,55 %	1,26 %	81,03 %
1998	438,693	208,103	199,190	47,44 %	45,41 %	1,48 %	1,41 %	95,72 %
1999	516,174	197,782	202,844	38,32 %	39,30 %	1,06 %	1,09 %	102,56 %
2000	464,851	171,750	194,263	36,95 %	41,79 %	1,20 %	1,36 %	113,11 %

#### D.3.4. *Des patrons devenus des stars et payés en conséquence*

Le Chief Executive Officer (CEO) aux Etats-Unis a beaucoup de pouvoir depuis les années 1930, mais est resté un personnage discret, à quelques exceptions près, jusqu'aux années 1970.

Depuis les années 1980, certains sont devenus des stars médiatiques.

Les rémunérations ont fortement augmenté, entre autre sous l'effet des stock-options qui constituent une grande partie de ces rémunérations.

La rémunération moyenne d'un CEO d'une société cotée aux Etats-Unis atteignait en 2000 de 13 à 15 millions de dollars (139), soit 531 fois plus que le salaire de l'employé moyen, par rapport à 40 fois en 1980. Ces rémunérations sont la conséquence du mythe de

(139) *Business Week*, 4 septembre 2002.

l'homme providentiel, du CEO-star. Ce mythe a des aspects ironiques :

- il vient d'un pays très démocratique, où l'on se plaît à parler de « team work » à chaque occasion, où sont apparues les recherches les plus scientifiques sur la motivation du travailleur, démontrant que les incitants financiers sont secondaires dans cette motivation (140).
- le premier CEO-star, Lee Iaccoca était efficace plutôt en apparence qu'en substance : le redressement financier de Chrysler, qu'il dirigea dans les années 80, provient surtout des limitations à l'importation de voitures japonaises aux Etats-Unis et au sous-investissement de Chrysler en nouveaux modèles. D'ailleurs Chrysler était à nouveau exsangue au début des années 90 et Iaccoca a dû être écarté. Son image de sauveur, qu'il entretenait fort bien, montre qu'il faut se méfier des apparences (141). De nombreux patrons s'attribuent ou se voient ainsi attribuer des mérites imaginaires et flatteurs.
- aucune étude n'a pu démontrer l'impact bénéfique d'un CEO sur une entreprise, ni la justification des rémunérations pratiquées. Divers auteurs (142) soutiennent que les entreprises dont les CEO sont issus de l'intérieur et plutôt discrets offrent des meilleurs résultats que celles dirigées par des extérieurs recrutés à grands frais. Les firmes de chasseurs de têtes, rémunérées par un success fee sur base de la rémunération du CEO, ont évidemment beaucoup encouragé le mythe du CEO vedette, et de l'inflation des salaires (143). Une commission du Conference Board aux Etats-Unis (un groupement de sociétés) a récemment déclaré que les abus en matière de rémunération des CEO sont responsables de la perte de crédibilité du système.

#### *Des faiseurs de deals*

Pour des CEO-stars, la notoriété est essentielle. Or cette notoriété dépend entre autre de leur cours de Bourse, donc de leurs relations avec les Investment Banks dont les analystes publient les recom-

---

(140) Voir les travaux de Maslow, 1954; Herzberg, 1959; Moss Kanter, 1999; voir aussi HERZBERG, « Motivating People », in *Harvard Business Review*, Janvier 2003. Une étude aux Etats-Unis qui montre le salaire comme un facteur mineur de motivation.

(141) *Financial Times*, 15/16 avril 1995, « Investors in the driving seat ».

(142) Rakesh Khurama et Jim Collins, cité dans *The Economist*, « Bosses for sale », 5/10/2002.

(143) *Idem*.

mandations qui peuvent faire monter les cours. Or les Investment Banks aiment surtout les CEO qui font des « deals », des fusions et des acquisitions qui leur rapportent de généreuses commissions; ils recommandent leurs titres à l'achat, ce qui en fait monter le cours et facilite d'autres acquisitions. De plus, les deals sont bons pour la notoriété, et puis, ils masquent l'incapacité de gérer, l'incapacité de formuler des stratégies opérationnelles (144). Les croissances de Worldcom, Enron, Vivendi Universal, Tyco, de divers opérateurs de telecom européens, etc., ont été basées sur ces scénarios, jusqu'au moment où leurs incohérences de gestion ont inquiété les investisseurs et les agences de rating. Ces CEO ont aussi utilisé les médias pour se faire valoir, médias qui ont parfois manqué de discernement.

*Le pouvoir qui corrompt*

Au delà des rémunérations parfois astronomiques (plusieurs dizaines de millions de dollars, censés rémunérer du simple travail bien fait), de nombreux CEO visent le pouvoir, interviennent dans le processus législatif, montrent une arrogance étonnante. De nombreuses acquisitions sont motivées par cette volonté de pouvoir. La brutalité de certains en matière sociale repose souvent sur un mélange d'absence de stratégie opérationnelle, d'ivresse de pouvoir et de machisme.

Les moines et serviteurs du Temple durant le haut moyen age détenaient les moyens de la productivité et du pouvoir économiques, régnaient sur les consciences, et certains d'entre eux visaient ouvertement le pouvoir temporel, s'estimant plus légitimes à l'exercer que les responsables politiques faibles et dissipés de l'époque. Certains dirigeants d'entreprise aujourd'hui ne se comportent pas différemment.

Ceux qui s'interrogent sur les raisons pour lesquelles les CEO américains (et un nombre croissant d'européens) ne se contentent plus de salaires et stock-options, mais se font payer par leur société des appartements, des œuvres d'art, des avions privés, des fleurs..., ne doivent pas chercher ailleurs. Ils ont beaucoup d'argent, ils

---

(144) *Financial Times*, 19 et 20 décembre 2002, « World Com Bankruptcy »; 14.01.2003, « Cut Dividend Tax ».

veulent du pouvoir et abuser du pouvoir (145). Ils sont d'autant plus dangereux.

L'abus de pouvoir est aussi dangereux chez les Investment Banks. Au cours de l'été 2002, le patron de Deutsche Telekom était mis en cause pour sa gestion qui avait mené la société à accumuler des dizaines de milliards d'Euros de dettes et de pertes, suite à des acquisitions désastreuses.

Une grande Investment Bank américaine (146), écrivit au Conseil de surveillance de Deutsche Telecom pour affirmer tout son soutien au patron mis en cause et affirmer que « le marché » prendrait très mal sa révocation. Version financière du « touche pas à mon pote » ou plutôt « touche pas au grisby » car les acquisitions de DT rapportaient beaucoup à la banque. Le message de la banque était intéressant : un patron qui fait des acquisitions doit être soutenu et pas critiqué; et puis « le marché », c'est nous, et nous entendons dicter vos choix en matière de CEO.

Heureusement le gouvernement allemand a fait connaître son irritation et n'a pas tenu compte de « l'avertissement ».

Au début des années 2000, Bernie Ebbers, patron de Worldcom, était un CEO star, semblant doué de pouvoirs surnaturels de création de richesse. Fin 2002, la déconfiture de Worldcom amène à comprendre que Bernie Ebbers n'a jamais géré et n'en était probablement pas capable mais se préoccupait surtout d'acquisitions et d'habillage de chiffres (147). On apprend aussi que Frank Quattrone, un banquier star de la haute technologie, obtenait des salaires de dizaines de millions de dollars, en faisant croire à une capacité professionnelle supérieure. Il semblerait aujourd'hui que tout cela était basé sur de la manipulation d'analyse financière et de la corruption (148) systématique via des introductions en Bourse, le tout appuyé par des manipulations de cours de Bourse.

Les carrières de bien d'autres dirigeants et banquiers d'affaires sont probablement similaires, même si les cas ne doivent pas être

---

(145) Le livre sur le pouvoir de Philippe de Woot livre cette réflexion attribuée à « un dirigeant d'entreprise en 1980 ». Je cite : « Il y a quatre âges dans la vie d'un homme : l'âge de l'amour, celui de l'argent, l'âge du pouvoir et, de loin de plus délicieux, l'âge de l'abus de pouvoir »; De Woot, 1998.

(146) Goldman Sachs, voir *Financial Times*, 16 juillet 2002.

(147) *Financial Times*, 19 et 20 décembre 2002, « Worldcom bankruptcy ».

(148) *The Economist*, 28 septembre 2002, « Ex-friends of Frank »; *Financial Times*, 10 décembre 2002, « Regulators prepare to question Quattrone ».

généralisés : il existe de très nombreux CEO et des banquiers d'affaires honnêtes et compétents, mais il est peu probable qu'ils méritent des salaires de dizaines de millions de dollars.

Il serait hasardeux de croire que la valeur des chefs d'entreprises ou des banquiers peut se mesurer à leur état de fortune ou à leur rémunération. La rémunération est parfois bien éloignée de l'éthique calviniste ou puritaine, dans laquelle elle correspondait au mérite et à la vertu. Il est probable que la relation entre « valeur commerciale » et rémunération existe jusqu'à un certain multiple entre rémunération moyenne des salariés et rémunération élevée, mais que au-delà de ce multiple (de 15 à 20, peut-être 30), la relation est douteuse, et la rémunération peu justifiée... Elle n'est pas non plus nécessaire à la motivation.

#### D.3.5. *Agences de rating*

Un élément de surveillance des marchés très important aux Etats-Unis semble avoir moins dysfonctionné que les autres, sans pour autant être exempt de critiques, il s'agit des agences de notation, ou agences de rating de crédit (149). Ces agences ne sont pas très nombreuses, les trois plus grandes sont les seules vraiment crédibles (Moody's, Standards & Poors et Fitch). Elles analysent les entreprises et émettent un avis quant à la capacité de ces entreprises à faire face au service de leur dette. Elles réduisent donc les coûts de transactions en améliorant l'utilité de l'information. Elles sont pour les obligations et autres titres cotés, l'équivalent de ce que sont les services de recherche et l'analyse financière des banques d'affaires en matière d'actions.

Elles sont indépendantes. La relation entre leurs avis et les cessations de paiement indique une bonne efficacité (150). Elles ne sont pour autant pas exemptes de conflits d'intérêt. Certains soulignent en tout cas que le fait qu'elles soient rémunérées par les entreprises qu'elles analysent peut polluer leur jugement.

Un autre conflit d'intérêt peut exister par rapport aux opérations hors bilan. Ces opérations qui sont responsables de nombreuses manipulations bilantaires, dissimulations de risque, etc..., font souvent l'objet d'un rating séparé, rémunéré. Les agences de rating encouragent-elles ce type d'opérations afin de maximiser leurs reve-

---

(149) Voir Wakeman, MacDonald, 1990.

(150) Goh & Ederington, 1993 ; White, 2002.

nus? C'est impossible à savoir et peu probable car elles font preuve d'une déontologie reconnue, mais cela mériterait un examen.

De façon générale, il serait probablement bon de trouver le moyen de limiter le recours par des sociétés à des opérations hors bilan, dont l'objectif même est de dissimuler quelque chose.

De façon générale aussi, il serait bon d'envisager d'introduire dans ce secteur une concurrence plus effective, car le fonctionnement des agences de rating crédit pourrait être oligopolistique (151).

#### D.4. *Un système de surveillance sans réelle sanction*

Le système US de surveillance par le marché fonctionne depuis les années 1930, parfois très bien. Il s'étiolait quelque peu dans les années 70, et la vague d'OPA hostiles l'a fortement redynamisé dans les années 80.

Au début, ces opérations représentaient la sanction classique de gestions laxistes, mais ensuite un nombre important d'opérations financières, brutales et malhonnêtes ont décrédibilisé la notion même d'OPA hostiles à la fin des années 80. Plutôt que de réformer les Investment Banks, principales responsables des abus, mais politiquement très puissantes, on a préféré mettre quelques banquiers en prison, permettre aux entreprises cotées de mettre en place des systèmes de protection anti-OPA (qui en pratique protègent surtout les CEO), et croire que les stock-options rendraient les sanctions de marché superflues.

Il est très peu de pays dans lesquels le mécanisme de l'OPA-sanction peut opérer, car un peu partout le pouvoir en place est protégé; aux Etats-Unis, nous l'avons vu, divers mécanismes protègent le management; en Europe et au Japon, les mécanismes protègent soit le management, soit des actionnaires de contrôle, soit encore (en Hollande) le Conseil de surveillance. Dans de nombreux pays (152), y compris aux Etats-Unis, l'OPA hostile est donc regardée avec méfiance et les protections contre l'OPA hostile sont acceptées.

Au Royaume-Uni par contre, l'on considère généralement qu'une OPA hostile est une sanction efficace et salutaire vis-à-vis d'un management non performant. On considère aussi qu'une obligation d'OPA imposée à tout actionnaire dépassant un certain pourcentage

---

(151) White, 2002.

(152) Vishny & Schleifer, 1997; Marsh 1994; Franks & Mayer 1991.

du capital (30 %) est un bon moyen de décourager les prises de contrôle larvées et les abus de pouvoir de la part d'actionnaires détenant une part plus importante du contrôle que de la propriété, bref de lutter contre le problème d'agence posé par les actionnaires de contrôle. En caricaturant à peine, au Royaume-Uni, l'OPA est considérée comme une protection des actionnaires en général. En Allemagne et dans bien d'autres pays, elle est considérée comme une abomination, une atteinte aux droits des travailleurs, une offense à l'honneur national.

On comprend donc qu'au sein de l'Union Européenne, la rédaction d'une directive OPA soit tellement ardue, d'autant que dans ces matières, la plupart des individus, même avertis, raisonnent comme si leur système est universel.

Il est vrai aussi que les fusions et acquisitions de type financier sont devenues très nombreuses, probablement majoritaires, depuis les années 1990, et que leurs conséquences financières, industrielles et sociales sont parfois très négatives. L'opinion publique assimile OPA, OPA hostiles, et fusions & acquisitions, et s'en méfie.

Il est nuisible pour le bon fonctionnement des marchés que les OPA-sanction et les opérations de fusions & acquisitions connaissent une telle défaveur car les sanctions efficaces contre la mauvaise gestion ne sont pas légion. Il serait bon que leur évolution en permette une réhabilitation ; il serait très utile aussi que d'autres mécanismes et des organes de surveillance permettent de sanctionner des gestionnaires incompetents ou indelicats.

#### *D.5. Quelques autres problèmes concernant le fonctionnement des marchés en général*

##### *D.5.1. La gestion d'actifs basée sur indices*

De nombreux gestionnaires de fonds institutionnels cherchent à aligner leurs performances sur celles des indices boursiers, et de nombreux contrats de gestion sont ainsi définis. Les dangers de cette gestion indicielle sont nombreux :

- Les indices sont composés des actions des plus grandes sociétés qui bénéficient dès lors d'une meilleure valorisation, rarement justifiée économiquement.

– Les gestionnaires de fonds ne sont pas motivés par la performance absolue et pas motivés à veiller à la qualité et aux performances des dirigeants des sociétés dans lesquelles ils investissent, car de meilleures performances profitent à l'indice et à leurs concurrents aussi (153).

– Les cas de fusions ou d'acquisitions réalisées pour permettre à une société de figurer ou de se maintenir dans un indice ne sont pas rares, et sont économiquement absurdes.

– La manipulation d'indices a une lourde part de responsabilité dans la surévaluation des actions de sociétés, par exemple de télécommunications en Europe. Dans divers pays, les indices boursiers étaient jusqu'en 2001 pondérés en fonction de la capitalisation totale des sociétés, et pas en fonction des titres effectivement disponibles dans le marché. Quelques patrons européens (154) de telecom ont introduit en bourse 10 % du capital de leurs filiales de téléphonie mobile ou d'Internet, et ont obtenu des autorités responsables (étonnamment complaisantes) une inclusion immédiate et pour 100 % de ces actions dans les principaux indices. Cela a créé une demande supérieure à l'offre et amené une surévaluation de ces titres. Par corollaire, les cours des sociétés-mères ont aussi atteint des niveaux très élevés en 1998-2000, pour refléter leur « valeur » miraculeusement accrue, donnant à ces sociétés un tel sentiment de richesse et de puissance qu'elles ont (avec l'aide de leurs banquiers) payé des prix absurdes pour acheter des sociétés diverses, et offert des prix exorbitants pour les licences de 3<sup>e</sup> génération de téléphone mobile tout en se chargeant de dettes qui semblaient minimes au regard de la « valeur » de leurs participations. Ces dettes devinrent insupportables lorsque les marchés ont repris leurs esprits, les indices leur bon sens, et les cours de bourse un niveau normal.

#### D.5.2. *Les auditeurs*

La qualité du travail de contrôle presté par les auditeurs pose problème partout et leurs conflits d'intérêt également. Le problème US est accru parce que les auditeurs sont censés vérifier surtout l'application de règles comptables, et pas nécessairement la correction des chiffres et autres informations. Ceci devrait changer à l'ave-

---

(153) Charkham, 1991.

(154) Le patron de la société telecom espagnole Telefonica — un ancien banquier — est parfois crédité de l'invention de cette supercherie.

nir, car les autorités et les milieux d'affaires semblent en accepter la nécessité. Les normes IAS (International Accounting Standards) seront plus largement basées sur des principes, entre autre celui que la comptabilité doit donner une image fidèle de la réalité d'une entreprise.

#### D.5.3. *Une recherche du profit effrénée, qui mène à la cupidité*

Le profit est un bon indicateur de mérite (à certaines conditions), et permet dans ce rôle de combiner efficacité et éthique dans une économie ouverte (155). Il peut aussi devenir destructeur lorsqu'il devient une fin en soi pour des catégories professionnelles entières qui y perdent tout sens éthique (156).

Quelques commentaires récents montrent une certaine prise de conscience :

La légitimation du profit à tout prix a produit une mentalité de « cupidité contagieuse (157) » ; de « cupidité obscène (158) » ; une « atrocité (159) ». Les entreprises ont perdu « la plus élémentaire des capacités de générosité (160) ». Il n'est pas trop tard, mais probablement temps de rendre au profit sa vraie place, celle d'un indicateur utile. Si le profit occupe la place qui est la sienne, le marché peut jouer le rôle qui est le sien, un vecteur de développement de l'économie.

#### D.5.4. *Le jeu des Price/Earnings*

Une manipulation financière simple a encouragé une importante vague d'acquisitions financières à partir des années 1960. Le principe est simple. Le price/earnings est le ratio entre le cours de bourse d'une société et son bénéfice annuel par action.

– Si une entreprise A est valorisée à 20 fois ses bénéfices annuels, elle vaut 2.000 si ses bénéfices annuels sont de 100. Si A achète une autre entreprise B, qui fait aussi 100 de bénéfices annuels, mais

---

(155) Voir Chapitre 6.

(156) Voir chapitres D.3.1. et D.3.4. ; le problème semble aigu aux Etats-Unis, soit parce que les excès y sont plus prononcés, soit parce que la transparence y est plus grande qu'ailleurs.

(157) Alan Greenspan, Président de la Federal Reserve, *Financial Times*, 20 novembre 2002.

(158) *Financial Times*, 20 novembre 2002, Martin WOLF, « Why it is so hard to fix the flaws of modern capitalism ».

(159) Monks & Sykes, 2002.

(160) *Financial Times*, 20 novembre 2002.

n'est valorisée qu'à 10 fois ses bénéfices annuels, soit 1.000, et si A finance cet achat par émission de titres nouveaux :

- En émettant 50 % de titres nouveaux, A accroît automatiquement son bénéfice par action, puisqu'il augmente son nombre de titres de 50 % et son bénéfice de 100 %.
- Si son Price/Earning reste inchangé, A peut donc espérer une hausse de son cours de bourse.

Cette alchimie peut sembler suspecte, mais est malheureusement la motivation d'un grand nombre d'acquisitions de type « financier ». Une société acquéreuse parlant d'une acquisition « relative » vise généralement ce schéma, car « relatif » signifie que la société acquise a un Price/Earning plus faible que l'acquéreuse.

De nombreuses sociétés ont durant la période d'euphorie de 1995 à 2000 été entraînées dans ce genre d'opérations. Des compagnies d'assurances européennes jouissaient d'un price/earning élevé pour diverses raisons (de 25 à 30) et ont ainsi cru « créer de la valeur » en achetant par exemple des banques européennes, ou des sociétés d'assurances U.S., dont les price/earning étaient de 12 à 15.

Des sociétés à image « technologique » jouissant de price/earning élevés, en achetaient d'autres, à l'image moins brillante (peut-être simplement plus honnêtes et moins « amicales » vis-à-vis des banques) et souffrant d'un price/earning plus faible, dans le cadre de ce qu'elles appelaient des « acquisition-led growth strategies ». Le système a pu fonctionner un temps, malgré ses échecs, car beaucoup de gens y avaient intérêt.

De façon générale, durant toute cette période, des grandes sociétés ont bénéficié de valorisations et de price/earnings plus élevés que les plus petites, et ont pu pratiquer ce jeu d'acquisitions financières plus aisément que les petites. Cette meilleure valorisation venait de leur présence dans les indices boursiers, de la propagande des analystes financiers en faveur des méga-entreprises (pour les « économies d'échelle ») et de l'effet initialement favorable de ces opérations sur les comptes des sociétés acquéreuses « en série ».

Le tableau ci-dessous illustre que la bulle financière des années 1996-2001 est (exception faite de la bulle Internet) surtout le fait de cotations boursières spéculatives de grandes sociétés, à cause de raisonnements financiers spéculatifs. Le marché Hollandais est assez représentatif de la situation des marchés européens.



#### D.5.5. *L'information et la propagande*

L'enrichissement d'un grand nombre de patrons d'entreprises et banquiers d'affaires, l'aspect spectaculaire de diverses opérations, l'impression de puissance et d'ampleur planétaire dégagée par les entreprises-phares de l'économie spectacle des années 1996-2002, leur apparente maîtrise d'une technologie étincelante ont impressionné, parfois même fasciné les médias.

Il faut dire aussi que les patrons qui font des opérations spectaculaires sont souvent en mesure de distiller des informations privilégiées (des « scoops », des « interviews privilégiées » aux journalistes qui leur sont sympathiques, et pas trop critiques...).

Ceux-ci ont alors servi de caisse de résonance à cette économie spectacle, contribuant à faire perdre leur discernement à un grand nombre de ceux qui, au sein des autorités politiques et même des organismes de contrôle, auraient dû offrir une capacité normative, ou un contre-pouvoir.

Il faut souligner aussi à cet égard le rôle joué par les agences de communication, dont certaines semblent faire très peu de distinction entre communication et propagande, et ne semblent pas non plus intégrer une dose très importante de respect de la réalité ni d'éthique dans la conception de leur mission.

## E. – À QUOI SERVENT LES MARCHÉS FINANCIERS ?

E.1. – *Le marché financier est-il une fin en soi ?*

Il y a deux manières de considérer l'activité financière :

*La théorie A*

la décrit comme un secteur productif de pointe, un secteur emblématique de l'économie des services et de l'âge de l'information. La liquidité des marchés permettant de traiter des montants sans cesse croissants, l'introduction régulière de nouveaux instruments (appelés « produits ») financiers permettant d'entreprendre de nouvelles spéculations ou de couvrir de nouveaux risques, la croissance du nombre d'emplois très bien rémunérés dans le secteur financier, sont autant d'arguments en faveur de cette théorie.

*La théorie B*

considère plutôt l'activité financière comme un intermédiaire (Eugène de Barys à l'École de Commerce Solvay parlait de sa fonction ancillaire) devant faciliter les échanges avec les coûts de transaction les plus faibles possibles. Cette théorie soutient aussi que les vendeurs de « nouveaux instruments financiers » sont des pompiers pyromanes, car ils accroissent la spéculation et la volatilité avant de vendre très cher des moyens – imparfaits – pour s'en protéger.

La théorie A gagne du terrain aux Etats-Unis et un nombre croissant de pays industrialisés depuis plus de vingt ans. Les débats sont ouverts pour savoir si les services réels offerts par l'intermédiation financière sont plus nombreux et plus utiles qu'avant, et si leurs désagréments collatéraux – volatilité, complexité, ... – sont une nuisance à valeur négative. Le problème quant à considérer le secteur financier comme une fin en soi est que rapidement on considère les marchés, les fusions et acquisitions comme des fins en soi, et on fait des opérations financières inutiles pour faire plaisir aux banquiers qui savent convaincre.

Le marché financier est un bon outil mais un mauvais maître.

Le volume de l'activité financière, dans la zone OCDE est passé en 20 ans de 3,5 % à 7 % de l'activité économique. Certains se réjouissent des emplois créés, des nouvelles techniques financières sophistiquées, etc. D'autres objecteront que des emplois rémunérés des millions de dollars par an, souvent exercés sans déontologie, sont problématiques. Ils se préoccupent de l'augmentation des coûts de transactions visibles, en soutenant aussi que les coûts invisibles sont encore plus considérables. Shawn Tully dans l'article déjà cité de Fortune qualifie les revenus des Investment Banks américaines

de « taxe aristocratique » sur l'activité économique ; elle opte visiblement pour la théorie B.

### E.2. – *Quelques méprises*

On a confié aux marchés financiers le rôle de régler le problème d'agence. Ce n'est pas leur rôle, ils ne peuvent se substituer aux Conseils d'Administration dont c'est le rôle.

Avec la marginalisation du dividende, la généralisation de l'approche de return global, et du shareholder value, on a confié aux marchés financiers le rôle de rémunérer les actionnaires, ce qui était très confortable pour le dirigeant qui pouvait ainsi conserver une partie importante des bénéfices afin de pratiquer des investissements sans contrôle des marchés, ou afin de racheter les actions de la société pour en faire monter les cours.

Avec la généralisation des stock-options comme rémunération, on a également confié aux marchés le soin de rémunérer les dirigeants et une partie importante du personnel, voire certains fournisseurs de services.

Les marchés ne sont pas faits pour rémunérer les actionnaires, ni les dirigeants, c'est la responsabilité des entreprises.

### E.3. – *Un gros mensonge*

Il est injuste aussi de faire dire au marché des choses qu'il ne dit pas. Au tournant des années 2000, on a souvent entendu dire que le marché « exigeait » des rendements de 15, 20, 25 % sur fonds propres, ce qui est inexact. Le concept de rendement attendu par les marchés est un concept financier, que l'on peut calculer ; il comporte une partie correspondant au taux d'intérêt des emprunts d'Etat sans risque et une prime de risque qui fluctue. Le rendement attendu du marché est en tout cas une indication utile pour toute entreprise pour lui permettre de déterminer un objectif de rentabilité. C'est un chiffre qui ne choquerait pas Thomas d'Aquin.

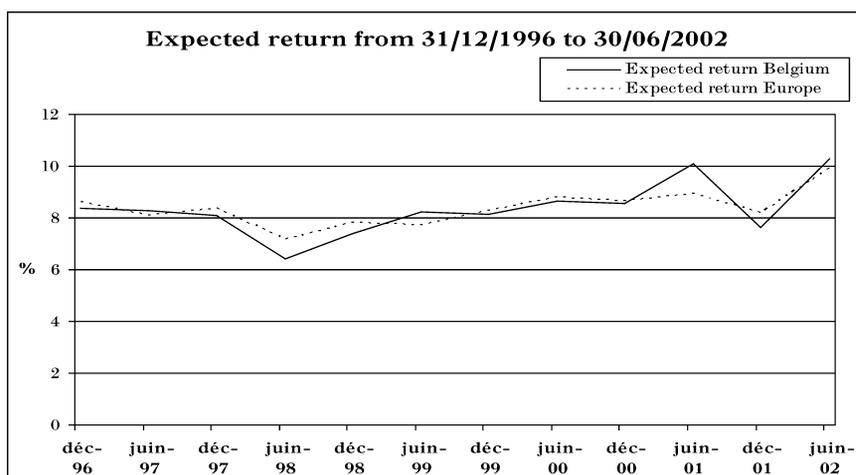
Aux Etats-Unis, cette prime de risque atteignait 5 à 8 % au cours de la première moitié du 20<sup>e</sup> siècle, mais diminue régulièrement. Elle se situe plutôt autour de 2,5 à 3 % au cours des années 90 (161). En Europe elle évolue entre 3 et 4 % ces dernières

---

(161) Claus & Thomas (2001), Arnott & Bernstein (2002).

années, (avec une poussée en juin 2002) comme indiqué ci-dessous. Cette notion de rendement attendu est une notion financière qui ne signifie pas que l'investissement en action garantit un rendement de cet ordre, mais bien que les investisseurs visent un rendement de cet ordre pour accepter de prendre les risques d'investir en actions. Sur longue période, le rendement des fonds propres des entreprises est du même ordre, mais il peut parfois être très différent.

Le tableau ci-dessous montre que les primes de risque et rendement exigé en Europe et en Belgique.



Ces fameuses « exigences » des marchés d'obtenir des rendements de 15 à 25 % étaient probablement plutôt la conséquence de la cupidité de dirigeants souhaitant voir monter leur cours de bourse. Ou encore elles étaient la conséquence d'objectifs déraisonnables fixés à certains fonds de pension, par des entreprises, pour leur permettre d'en masquer le sous financement ou d'en retirer du capital. En effet, si un fonds de pension doit verser pour un milliard de capital dans vingt ans et que l'on suppose un taux de rendement des investissements de 8 %, il lui faut aujourd'hui un capital de 258 millions. Si par contre on suppose un taux de rendement de 12 %, le capital nécessaire aujourd'hui n'est plus que de 103 millions.

<i>Europe</i>	<i>Risk Premium on All share index</i>	<i>10-year yield (Be)</i>	<i>Expected return</i>
31/12/1996	2,81	5,79	8,6
30/06/1997	2,35	5,72	8,07
31/12/1997	3	5,35	8,35
30/06/1998	2,38	4,77	7,15
31/12/1998	3,95	3,86	7,81
30/06/1999	3,22	4,51	7,73
31/12/1999	2,91	5,35	8,26
30/06/2000	3,53	5,25	8,78
31/12/2000	3,83	4,84	8,67
30/06/2001	3,85	5,1	8,95
31/12/2001	3,19	5	8,19
30/06/2002	4,97	4,95	9,92

Le problème vient de ces exigences exagérées imposées aux Fonds de Pension, pas des exigences « naturelles » du marché, ou des Fonds de Pension.

Adam Smith pensait que dans une économie qui fonctionne bien, les taux de profit sont naturellement raisonnables : « on the contrary, it (the rate of profit) is naturally low in the rich and high in poor countries, and is always highest in the countries which are going fastest to ruin » (162). Le taux de profit du secteur financier aux Etats-Unis dans les années 1995-2001, était parfois de 30 à 35 %.

#### F. – QUE FAUT-IL RÉFORMER ?

Félix Rohatyn écrivait en novembre 2002 : « Je crois que le capitalisme de marché est le meilleur système économique jamais inventé pour la création de richesse; mais il doit être honnête, il doit être réglementé, il doit être éthique. Les excès des dernières années montrent des échecs dans les trois domaines ». Il est vrai que les excès sont parfois spectaculaires.

Ce problème est caractéristique du système U.S. qui suppose une surveillance des entreprises par le marché, mais limite le marché dans sa seule possibilité de sanction, les OPA hostiles. Même là où elle est opérationnelle, cette sanction devrait rester une sanction ultime et rare, du fait de sa brutalité et du risque d'abus qu'elle représente. Il est donc important que d'autres mécanismes d'évalua-

(162) The Wealth of Nations, fin du livre 1 cité par Charkham (1994).

tion et de sanction existent ; le C.A. doit pouvoir évaluer un CEO mauvais gestionnaire, l'A.G. doit pouvoir évaluer un C.A. laxiste.

Le système U.S. devrait à cet égard évoluer et apprendre du reste du monde (ce qui est difficile pour les Etats-Unis) et particulièrement du système anglais qui lui est proche.

Il est à espérer qu'il se réforme vite et bien car il a aussi montré de grandes capacités de créativité et d'efficacité économiques et ses pratiques ont été et resteront imitées dans le reste du monde.

Voyons quelques domaines dans lesquels des réformes sont à envisager aux Etats-Unis mais aussi dans divers autres pays où les mêmes symptômes apparaissent.

#### *La perversité d'un système basé sur la plus-value*

La taxation pénalisante du dividende et les théories financières qui proposent la rémunération de l'actionnaire par le « return » et la plus-value ont produit un système dans lequel la plus-value boursière est devenue une fin en soi, et le critère de performance universel.

La plus-value semble être une bénédiction qui rapporterait à tous et ne coûterait à personne. Durant les années de hausses de cours, l'opinion et les marchés fermaient donc les yeux si les CEO et leurs amis banquiers qui disaient être à l'origine de ces plus-values en prenaient une part au passage, part dont les montants considérables ont plusieurs inconvénients :

- ils ont fait perdre leur sens éthique à quantité de CEO et de banquiers.
- Ils ont motivés des opérations de fusion et d'acquisition sans fondement.
- Ils ont progressivement perverti les autres métiers financiers et ont entraîné une cupidité généralisée.

Ce dernier point est souligné récemment par Paul Volcker (163) ; ancien président de la Fédéral Réserve. Pour lui, les salaires sans cesse plus élevés payés par les Investment Banks ont obligé les auditeurs à promettre à leurs cadres, pour les retenir, des perspectives de carrières lucratives dans le consulting. Les auditeurs ont donc proposé aux sociétés dont elles devaient contrôler les comptes,

---

(163) *Financial Times*, « Ex-Fed Chairman points finger over US scandals », le 24 septembre 2002.

des services en tout genre, beaucoup mieux rémunérés. Un grand nombre d'entreprises semble avoir trouvé ces conseils attrayants, soit pour leur qualité, soit parce que cela faisait plaisir à leurs auditeurs qui de ce fait relâchaient leur rigueur.

Dans un article annonçant un livre prochain sur l'éthique du capitalisme U.S., John Plender (164) considère que les origines de la perte d'éthique aux Etats-Unis se trouvent dans le manque de contrepoids au pouvoir du CEO au sein du CA et la perversité des récompenses et des sanctions.

Il cite les stock-options – problème connu –; les auditeurs, qui risquent de perdre leur mandat s'ils sont rigoureux et de recevoir des missions de consultance s'ils sont laxistes; les gestionnaires de fonds plus préoccupés de suivre des indices que de veiller à leurs investissements (165). (On peut ajouter les administrateurs – qui risquent de perdre leur mandat s'ils sont trop critiques vis-à-vis de ceux qui les ont invité, c'est-à-dire aux Etats-Unis les CEO –, et les chasseurs de tête, sensés conseiller les conseils d'administration quant à la rémunération de candidats CEO et rétribués par un success fee en proportion de cette rémunération).

Ces commentaires résument bien les suggestions des observateurs des deux côtés de l'Atlantique. J'y ajouterai que les dangers de la logique de plus-value doivent aussi être identifiés car elle est peut-être à la base des autres problèmes.

Quant à l'attitude à adopter par rapport à ces problèmes, certains croient que le marché apportera les corrections et qu'il ne faut rien faire. Mais après les excès « barbares » des OPA hostiles des années 80, on a voulu croire que le marché allait corriger les excès par lui-même, et que les stock-options rendraient les dirigeants diligents et corrects.

Il faut aussi se garder de trop réguler car les règles peuvent être contournées ou contreproductives.

Un grand nombre de mesures peuvent être prises par les entreprises et les banques elles-mêmes, mais certaines nécessitent des lois et règlements.

---

(164) *Financial Times*, 2 décembre 2002, « What Price virtue? ».

(165) Monks et Sykes, 2002, insistent particulièrement sur ce dernier point, et sur la nécessité de motiver les gestionnaires de fonds à mieux évaluer le C.A., et même à proposer des administrateurs.

*Renforcer les Conseils d'Administration*

Le problème des Conseils d'Administration fait, depuis quinze ans au moins, l'objet de nombreux débats et propositions (166). C'est dans ce domaine qu'une option fondamentale devrait être prise, en commençant par une analyse lucide des enseignements des dernières décennies. Le marché ne peut tout faire, ne peut assurer la surveillance des CEO, ni les sanctionner de façon satisfaisante. Il faut donc que le C.A. joue effectivement son rôle, qu'il soit plus professionnel, plus légitime et mieux capable de sélectionner, évaluer et contrecarrer les excès des CEO. Le consensus est qu'il vaudrait mieux qu'il ne soit pas composé de CEO d'autres sociétés ou de banquiers dont l'impartialité vis à vis des CEO est peu probable. Le rôle premier du C.A. devrait être d'opposer une capacité de contre pouvoir au CEO, au cas où celui-ci abuserait de son pouvoir.

Ce problème concerne aussi le rôle de l'assemblée générale et des actionnaires; divers auteurs (167) plaident pour un renforcement du rôle des investisseurs institutionnels, au moins quant au choix, à l'évaluation, au renouvellement des administrateurs.

L'objectif quant à la composition du CA devrait être qu'il soit composé en majorité de gens indépendants dans la définition de Watts & Zimmerman : capables de dénoncer les anomalies de gestion et libres de conflits d'intérêt. Leur rémunération devrait aussi éviter les conflits d'intérêt, et donc les rémunérations fixes sont préférables, et les stock-options dangereux.

Il est aussi temps de se rappeler que les réformes US des années 30 avaient probablement été trop loin dans leur méfiance vis-à-vis des actionnaires et même des assemblées générales. Les règles anglaises montrent qu'il est possible d'encourager les actionnaires à venir en Assemblée Générale et à y voter, tout en les décourageant d'abuser de leur pouvoir (168).

*Responsabiliser les gestionnaires de fonds*

Il serait bon aussi que les gestionnaires de fonds de pension et d'investissement deviennent plus assertifs en Assemblée Générale,

---

(166) Pour d'intéressantes descriptions du problème et contributions voir Turnbull, 2000; Schleifer & Vishny, 1996; Barca & Becht, 2001.

(167) Monks & Sykes, 2002; Wintzberg, Simons, Basu, 2002.

(168) Black & Coffee, 1993; Charkham, 1994.

soient rendus plus responsables de leur gestion vis-à-vis des bénéficiaires; ils devraient être indépendants des banques (ou au minimum autonomisés au sein des banques) et des CEO. Ceci pose tout le problème de la relation entre les fonds de pensions et les entreprises dont ils sont issus. Dans le système anglo-saxon de gestion des fonds de pension et surtout le système U.S. actuel, les résultats du fonds bénéficient ou coûtent à l'entreprise dont il est issu. Ceci est responsable d'une bonne partie des orientations à court terme de ces fonds et de leurs autres anomalies de gestion.

Les fonds de pension devraient viser des rémunérations réelles, plutôt que des « returns » éphémères. Leurs objectifs de rendement devraient être fixés à des niveaux raisonnables, et pas à celui qui convient à l'entreprise dont ils sont issus.

Le problème de la rémunération des gestionnaires de fonds doit être fondamentalement discuté et revu. Dans la grande majorité des cas, celle-ci est liée aux montants gérés et pas à la qualité des performances. De plus des rémunérations obscures sont généralisées dans certains pays : commissions sur transactions et sur opérations en tout genre, attributions favorables en cas d'IPO, etc.

Ils n'ont pas non plus de stimulant à veiller activement à la manière dont sont gérées les sociétés dans lesquelles ils investissent l'argent qui leur est confié, puisque la performance boursière de ces sociétés se reflète dans l'indice que les autres gestionnaires cherchent aussi à reproduire. De plus, il semble que les gestionnaires de fonds aient décidé de ne pas importuner les CEO et que ceux-ci aient décidé de ne pas mettre en cause leurs rémunérations.

Leur rémunération devrait être plus liée à leur véritable valeur ajoutée, à leurs performances absolues au moins autant qu'à leurs performances relatives à des indices, ainsi qu'à leur présence en assemblée générale et à la qualité de leurs décisions en assemblée générale. Tout gestionnaire de fonds qui n'utilise pas efficacement les droits de vote liés aux actions en gestion devrait être catalogué dans une catégorie de fonds négligents (169).

---

(169) Voir Barry RILEY, FTfm dans *Financial Times*, 18 novembre 2002, pour une réflexion sur certaines propositions.

*Réhabiliter le dividende*

Une mise à équivalence de la taxation du dividende et de celle de la plus-value serait très utile partout. Une mesure dans ce sens est envisagée par l'administration U.S. au début 2003 – pour des raisons autres que d'efficacité économique, mais qu'importe – et son annonce a déjà amené des déclarations d'intention très salutaires de la part de diverses sociétés jusqu'alors réfractaires au dividende.

En Europe, malgré l'euro et la promesse d'un marché européen, l'investisseur dans divers pays subit un double précompte – partiellement récupérable dans certains cas –, sur des actions d'autres pays européens, et ce problème n'est pas à l'agenda de l'harmonisation fiscale européenne.

La pratique, ou des règlements pourraient prévoir que toute proposition par le CA de rétention d'une partie du bénéfice fasse l'objet d'un rapport spécifique à l'Assemblée Générale, et peut-être même d'un vote à majorité spéciale.

Les bonus et primes promis aux dirigeants pourraient être liés aux dividendes plutôt qu'aux plus-values.

Diverses mesures fiscales, comptables et actuarielles peuvent encourager les investisseurs institutionnels à préférer le dividende à la plus-value, et le font dans certain pays. Des mesures fiscales pour investisseurs privés peuvent aussi privilégier le dividende provenant d'actions détenues à long terme. Les banquiers et gestionnaires de fonds trouveraient cela idiot.

Les investisseurs institutionnels ont, au 31 décembre 2002, omis de récupérer des précomptes sur dividendes pour plus de 6 milliards d'euros, ce qui est indicatif d'une négligence très troublante (169bis).

*Des rémunérations plus normales*

Des Conseil d'administration plus responsables et assertifs avec des comités de rémunérations efficaces et moins dépendants des avis intéressés des chasseurs de tête devront ramener les structures de rémunérations des CEO à un niveau normal et incitatif à un comportement éthique. Une suppression des avantages fiscaux et comptables dont jouissent les stock-options devrait y aider. De nom-

---

(169bis) *Financial Times*, « Managers fail to reclaim », 10 mars 2003.

breux dirigeants partout dans le monde sont capables et heureux de travailler pour l'intérêt à long terme de leur entreprise et de ses actionnaires avec une rémunération correcte pour un travail bien fait, sans devoir gagner des fortunes.

Quant aux rémunérations des Investment Banks, diverses mesures pourraient aider à les rendre plus saines : le cartel apparent des grandes Investment Banks, appelé le « Bulge Bracket » mérite une enquête anti-trust. Les commissions de type « success fee » – un pourcentage du montant d'une opération si elle se réalise – peuvent entraîner des conseils et avis trop intéressés. Il serait difficile de les interdire, en tout cas aux Etats-Unis où le très puissant lobby des avocats appuierait celui des banquiers, car ces deux professions en bénéficient. Une saine concurrence pourrait amener le marché à les réduire.

On pourrait prévoir que les sociétés cotées aient l'obligation de présenter en assemblée générale le montant des commissions payées aux Investment Banks (et aux autres consultants d'ailleurs), et les raisons pour lesquelles le CA a choisi de les payer.

### *Les conflits d'intérêts*

– Les problèmes de conflit d'intérêts au sein des investment banks nuisent à l'éthique des marchés financiers. Ils pourraient nécessiter une nouvelle législation de type Glass-Steagall act, et une séparation par voie légale des activités de l'analyse financière d'un côté, d'Investment Banking de l'autre. De nombreux observateurs, des responsables politiques et judiciaires le demandent. D'autres sont contre, arguant que le marché imposera aux banques les règles déontologiques appropriées. Il serait bon aussi que certaines pratiques en matière de répartition des titres lors d'introductions en bourse et autres formes de quasi-corruption fassent l'objet d'une législation efficace.

– Les conflits d'intérêt au sein de la profession d'auditeur font aussi l'objet de nombreux débats et recommandations. Il faut dire que les cas d'erreurs et de fraudes ont été spectaculaires, et à la hauteur des attentes vis-à-vis de la profession. Le principal problème vient de ce que les auditeurs sont aujourd'hui, en pratique, choisis par le CEO.

Le renforcement des comités d'audit, la responsabilisation plus grande des CA et des auditeurs seront bienvenus. Les auditeurs doivent rendre compte à l'assemblée générale, et donc un meilleur fonctionnement de celle-ci, grâce à des actionnaires plus assertifs, serait aussi utile. Des propositions ont aussi été faites de confier aux autorités de marché l'évaluation et le choix des auditeurs des sociétés cotées.

*Au total*

Quelles que soient les réformes adoptées, plus strictes ou moins strictes, il faudrait en tout cas qu'elles visent à rendre au marché financier son efficience et sa crédibilité qui dépendent en grande partie de l'éthique de fonctionnement des intermédiaires et des coûts de transaction que provoquent leurs interventions, tant les coûts directs et mesurables que les autres. Des marchés financiers doivent être éthiques pour être efficaces et rien n'empêche qu'ils le soient.

Les excès des dernières années sont attribués au modèle anglo-américain, mais ils sont surtout le fait des entreprises et des marchés américains. En Angleterre, le pouvoir est souvent confié à des administrateurs-délégués multiples, plutôt qu'à un seul CEO; les CA sont plus indépendants et équilibrés; les Assemblées générales ont plus de pouvoir; la distribution des dividendes est encouragée par une taxation largement équivalente à celle des plus-values.

G. – ÉTHIQUE DES MARCHÉS ET DES ENTREPRISES

G.1. – *L'éthique des marchés*

Les marchés demandent un rendement raisonnable à long terme, la transparence et l'efficience. Rien de tout cela n'est contraire à l'éthique.

Le bon fonctionnement des marchés demande que les entreprises soient gérées dans une optique de « wealth maximisation » à long terme, c'est donc ce que devraient viser les mécanismes de récompense et sanction. La « wealth maximisation » de l'entreprise peut être visée soit par la « stakeholder values », soit par la « shareholder value ».

- Le modèle de stakeholder est séduisant d'un point de vue éthique, mais n'offre pas – aujourd'hui – la même efficacité que le modèle de shareholder value, parce qu'il ne permet pas de mesurer les performances, et que ni les marchés, ni les C.A. ne peuvent donc juger ni sanctionner les résultats (170).
- Le modèle de shareholder value dans une conception traditionnelle doit viser le profit à long terme, c'est-à-dire un objectif qui encourage la création de richesse. Il est alors proche du modèle de stakeholder value car il nécessite le respect à long terme des partenaires de l'entreprise. Le profit à long terme est difficile à mesurer, c'est le rôle du C.A. Mais si toutefois la shareholder value est poursuivie dans un objectif de valeur boursière, la mesure en est plus facile et immédiate. Or la plus-value boursière n'est pas créatrice de richesse en soi; en tant qu'objectif, elle encourage les comportements qui mènent aux excès.

Revenir à une shareholder value à long terme suppose une correction des mécanismes de récompense, une moindre fixation sur le cours de bourse, une revendication du dividende. Des mesures efficaces de performance autres que le profit seraient très utiles. C'est là tout l'intérêt de voir progresser les mesures et l'utilisation des bilans sociaux, des bilans environnementaux, des enquêtes de qualité, de satisfaction de client, etc... De telles mesures de ce que l'on appelle parfois la dimension éthique des entreprises, permettraient d'apprécier la « soutenabilité » ou « durabilité » des profits dans une optique de shareholder value à long terme, et de mieux mesurer l'efficacité dans un modèle de stakeholder value.

L'intérêt du public pour les placements dits « éthiques » est déjà important, mais la définition et la quantification de cette « éthique » sont au mieux peu fiables, au pire fantaisistes.

Des progrès dans ce domaine susciteraient l'intérêt des fonds de pension qui doivent viser la rentabilité à long terme, s'ils sont gérés dans l'intérêt de leurs bénéficiaires. Cette matière des investissements éthiques est abordée par ailleurs.

### G.2. – *L'éthique des entreprises*

Il serait cependant dangereux de penser que, pourvu que les marchés financiers fonctionnent bien, l'éthique des entreprises sui-

---

(170) Jensen, 2001, fait un plaidoyer dans ce sens.

vra automatiquement. Cette question n'est pas spécifique aux entreprises surveillées par le marché, elle concerne toutes les entreprises. Pour les entreprises privées qui fonctionnent dans le cadre d'objectifs de profit, elle est examinée au sein d'un débat dit de la Corporate Social Responsibility.

Il est possible que les entreprises aient intérêt à long terme à être éthique, car l'éthique est payante. Mais la candeur à cet égard serait périlleuse. Les Investment Banks et auditeurs sont des secteurs qui nécessitent une grande éthique, où l'éthique était considérée être « payante », et qui ont connu les problèmes que l'on sait lorsque les tentations étaient trop grandes. Cet échec spectaculaire justifie à lui seul que d'autres professions qui ont érigé l'autorégulation en principe indiscutable fassent l'objet d'un examen approfondi.

Ceci illustre aussi les limites de l'autorégulation éthique pour des secteurs sensibles, où tout ce qu'on vend n'est pas bénéfique pour les consommateurs, et ce que l'on y fait n'est pas neutre pour l'environnement.

Les entreprises productrices de tabac et d'alcool cherchent naturellement à accroître leur marché, ce qui est néfaste pour la société et justifie des mesures légales de protection des consommateurs, encore insuffisantes.

Les entreprises pharmaceutiques vendent des choses très utiles, mais il serait dangereux pour la société qu'elles en vendent d'autres qui le sont moins ou qu'elles vendent des quantités excessives, et il est donc normal que leurs activités soient contrôlées (171).

Certaines entreprises alimentaires sont mise en cause aux Etats-Unis du fait des stratégies utilisées pour vendre des produits alimentaires parfois nocifs et surtout les vendre en quantité toujours croissante à des consommateurs saturés (172). Ces stratégies seraient responsables de l'obésité qui frappe une quantité croissante d'américains, obésité qui crée elle-même un marché croissant. Leurs stratégies reposent entre autres sur une pénétration des écoles pour y créer des habitudes de consommation et semblent fort peu s'embarrasser d'éthique.

---

(171) Voir à ce sujet *The Economist*, 15 février 2003, « Pushing pills ».

(172) On peut trouver un bon résumé de cette problématique dans un article du *Financial Times* du 23 novembre 2002, qui assure le commentaire d'un livre intitulé : *Food politics* : « How the Food industry influences Politics and Health », de Marion NESTLÉ.

L'environnement aussi peut souffrir de comportements dangereux de certaines entreprises; les problèmes liés à certaines activités de transport maritime, de pêche ou d'élevage intensifs, d'industries en tout genre produisant des pollutions directes ou indirectes sont connus, et pas toujours traités avec la rigueur nécessaire. Tous ces problèmes concernent les entreprises de façon générale, et pas particulièrement les entreprises cotées en Bourse, ou celles surveillées par les marchés. Certaines des entreprises les plus problématiques ces dernières années sont d'ailleurs des entreprises fermées, détenues par une ou quelques personnes.

Des règles et loi fortes sont donc nécessaires pour que l'intérêt des citoyens et des consommateurs soit mieux pris en compte. Des bonnes règles évitent aussi que les entreprises les plus éthiques soient pénalisées.

#### *Divers moyens pour encourager l'éthique*

De façon générale, la régulation des marchés doit être efficace car le rôle des marchés s'accroît et les volontés de pouvoir et de domination sont omniprésentes. Il faudrait aussi que les agences chargées de la régulation aient des moyens financiers, une grande indépendance de fonctionnement, des cadres légaux solides.

L'information correcte du consommateur est souvent un bon moyen d'éviter les abus, et divers moyens doivent être utilisés pour améliorer cette information.

Le marché demande la rentabilité dans la concurrence, c'est-à-dire qu'il demande l'efficacité, pas le gigantisme. Les excès des dernières années montrent que le marché et les fusions d'entreprises peuvent aussi être utilisés pour concentrer le pouvoir économique de façon excessive. Marx (173) pensait que le désir illimité de profit et de puissance du capitalisme au 19<sup>e</sup> siècle le conduirait à rendre les entreprises odieuses aux travailleurs, dont la révolte amènerait la fin du système. Les organisations syndicales, les législations sociales et des patrons éclairés ont aidé à corriger les excès de l'époque et le capitalisme a beaucoup évolué.

Les mouvements anti- ou alter-mondialistes montrent que le mouvement social peut aussi venir de consommateurs et de citoyens qui rejettent la logique de profit à court terme, de plus-value et de

---

(173) Marx, 1894; Calvez 1970.

consommation débridée, qu'ils ressentent comme des excès du système de marché. Les actions des ONG et de la régulation à cet égard sont abordées par ailleurs.

La recherche de profit personnel peut mener à l'intérêt général, mais ce n'est pas la seule manière d'y mener, et elle n'y mène pas toujours. A des degrés divers, tout être humain a le souhait de servir l'intérêt général par altruisme aussi. La fonction d'administrateur dans le secteur privé demande un sens important de l'intérêt collectif de l'entreprise, et la fonction de patron bien comprise, aussi.

Il est probable aussi que le marché ne peut pas tout faire et qu'un secteur public et un secteur non-marchand sont nécessaires. C'est là d'ailleurs que ceux qui souhaitent travailler avant tout à l'intérêt général peuvent déployer leur talent. Il est probable que la Société et l'économie fonctionneraient mieux si les lignes étaient plus clairement tracées entre les entreprises privées et leur critère de profit d'une part, et les secteurs public et non marchand d'autre part. Ces derniers doivent se donner des critères de fonctionnement et de bonne gestion aussi utiles que le profit pour le secteur privé.

#### H. – LE MARCHÉ POUR TOUT ET POUR TOUS ?

Les entreprises commerciales privées ont une grande efficacité et à certaines conditions cette efficacité peut servir l'intérêt général. Elles ont en tout cas permis un développement économique considérable dans les pays industrialisés depuis le 18<sup>ième</sup> siècle. Mais ce type d'organisation n'est pas le seul à être efficace et il ne peut couvrir tous les besoins de la société de façon optimale.

Il est une catégorie d'organisations, les entreprises du secteur public, dont les activités ont été conçues pour servir l'intérêt général. Il en est une autre qui, tout en étant privée, fonctionne organiquement dans un cadre plus large et plus altruiste que l'entreprise privée, c'est la catégorie des coopératives, mutuelles, etc. Ces deux catégories ont parfois péché par une faiblesse de gestion, et un détournement de leurs objectifs, qui désservent leur crédibilité et leur capacité de survie.

Tout examen critique du rôle et du fonctionnement des entreprises privées devrait peut être commencer par une réflexion sur la réhabilitation des autres catégories.

### H.1. – *Le secteur public*

La croyance dans l'efficacité des mécanismes de marché en général a été croissante au cours des dernières décennies. La disparition du modèle communiste d'une part, les problèmes de gestion rencontrés dans nombreuses entreprises publiques, coopératives, a.s.b.l., etc. d'autre part, et enfin la réussite qui semblait éclatante des privatisations et libéralisations, a fait croire que le marché pouvait tout. Le modèle anglais de privatisation confirmait la pertinence du modèle anglo-américain de « tout au marché ». De nombreuses entreprises de service public étaient confiées au marché, et semblaient chaque jour gagner en productivité, et « créer de la valeur en bourse ».

Depuis lors, la faillite de quelques entreprises anglaises, trop tôt ou mal privatisées, ainsi que le dégonflement de la bulle spéculative des télécoms et les sérieux problèmes rencontrés entre autres en Californie dans le domaine de l'énergie incitent à plus de prudence.

Nous l'avons vu au chapitre C, les entreprises privées et les entrepreneurs ont été à travers l'Histoire et sont capables de générosité. Mais certaines activités ne peuvent être conduites avec un objectif de profit dominant. L'administration et les entreprises publiques devraient toujours assumer certaines fonctions. Il est donc indispensable de veiller à les faire bien fonctionner. C'est plus difficile que de les privatiser, mais aussi plus nécessaire.

#### *Les entreprises publiques*

Certaines activités doivent et devront être conduites – au moins partiellement – par des entreprises publiques, qui peuvent fonctionner en mettant au premier plan des objectifs d'intérêt général.

Elles ont une capacité à « donner plus », car on souhaite qu'elles puissent faire de la redistribution, assurer l'égalité d'accès, etc..., mais il faut que cette capacité bénéficie aux usagers, aux citoyens et aux clients. Il importe que ces organisations soient gérées dans le cadre de l'objet social qui a motivé leur création. C'est en général la qualité du conseil d'administration qui doit assurer qu'un

contrôle efficace soit exercé sur l'action des dirigeants, à travers des objectifs multiples.

Il est donc indispensable de travailler à la qualité des conseils d'administration de ces entreprises. En effet, elles manquent souvent d'objectifs mesurables et contraignants ; il faut un travail en profondeur pour leur en donner. Elles souffrent parfois d'une gestion trop soumise aux intérêts publics particuliers, voire clientélistes, d'autant plus facilement que leurs objectifs sont flous.

C'est à l'Etat, en tant qu'actionnaire, à exercer la surveillance ultime, et l'argument selon lequel la seule manière de gérer convenablement ces organisations est de les gérer avec un objectif de profit, avant de remplacer ce rôle de surveillance ultime de l'Etat par celui du marché, implique du défaitisme quant au rôle de l'Etat. Lorsqu'il existe des mécanismes bien conçus de surveillance du fonctionnement des entreprises publiques, il est possible de comparer à long terme les mérites de ces mécanismes d'une part, et des mécanismes de marché d'autre part. C'est peut-être pour la surveillance des entreprises publiques que des objectifs dits « éthiques » pourraient être le plus rapidement utilisés.

## H.2. – *Le non-marchand*

Les coopératives et mutuelles ont dans divers pays marqué le paysage économique. Elles permettent le développement d'activités économiques d'une façon qui fait appel aux sentiments altruistes, à la solidarité, au souci du service d'intérêt général, bien plus que ne peuvent le faire des sociétés privées.

Elles peuvent aussi atteindre une grande efficacité économique. Turnbull (174) attribue cette efficacité à de meilleurs circuits d'information, une meilleure responsabilisation à tous les niveaux, une capacité naturelle à faire fonctionner en réseau des entités décentralisées. Il relate les commentaires d'une étude réalisée pour la Banque Mondiale (175) à propos de la Mondragon Corporacion Cooperativa, un réseau de plus d'une centaine d'entreprises coopératives industrielles et commerciales, employant en 2002 plus de 50.000 personnes : « ... sont plus efficaces que beaucoup d'entre-

---

(174) Turnbull 2002.

(175) Thomas & Logan, 1982. Voir aussi *Fortune*, 20 janvier 2003, « Great companies : Mondragon ».

prises privées... leur croissance en matière de ventes, exportation et emploi, en bonne et mauvaise conjoncture, a été supérieure à celles d'entreprises capitalistes. »

La Belgique a connu et connaît un grand nombre d'entreprises coopératives de grande qualité et efficience. Il est à espérer que celles qui subsistent prendront plutôt modèle sur Mondragon que sur celles qui se sont vendues à des entreprises privées sous le prétexte d'obtenir des économies d'échelle souvent illusoires, ou sur celles qui ne visent plus qu'à maximiser les profits de leurs gestionnaires.

La forme mutualiste offre aussi des exemples de très bonne gestion, et est très adaptée à certains secteurs, comme l'assurance. Une des grandes mutuelles d'assurance-vie aux Etats-Unis, Northwestern Mutual, offre des performances parmi les meilleures du secteur, mais il faut préciser que sa forme ne leur permet pas de faire des acquisitions (176).

La grande quantité de mouvements citoyens, d'organisations non gouvernementales en tout genre que nous voyons fleurir aujourd'hui, pourra peut-être déboucher sur une résurgence des entreprises coopératives, mutualistes ou autres associations sans but lucratif, qui pourraient se lancer dans diverses activités économiques et para-économiques d'une façon peut-être plus efficace par rapport à des objectifs sociaux, environnementaux et de respect des consommateurs, que ne peuvent le faire des sociétés anonymes soumises aux règles du marché. Cela permettrait à ces associations de démontrer qu'il existe des alternatives aux mécanismes de marché, cela leur permettrait accessoirement de ne plus dépendre exclusivement de financements bénévoles ou de subventions. Des mouvements citoyens généreux devraient quand même aussi être capables de composer des conseils d'administration efficaces, et d'en surveiller l'action.

---

(176) Acquisitions qu'elles ne souhaite d'ailleurs pas faire, comme le rappelle un article du 22 mars 2003 dans *The Economist* (« Signs of life »).

## I. – CONCLUSION

La question relative à l'éthique des marchés dans leur fonction de surveillance des entreprises nécessite une analyse de l'éthique du profit.

La morale prévalente à partir du 13<sup>e</sup>-14<sup>e</sup> siècle avait graduellement accepté la recherche de l'efficacité, puis du profit marchand et financier. Ceci fut particulièrement le cas de la morale protestante et puritaine qui a influencé la société Anglo-Saxonne des deux cotés de l'atlantique à partir du 17<sup>e</sup> siècle. L'objectif de profit y était considéré comme un indicateur de mérite et de vertu.

Pour les entreprises commerciales organisées en société, le profit est un indicateur simple, qui les encourage à l'efficacité. Il faut que cet objectif soit mesuré de façon rigoureuse et serve à contrôler la gestion. Pour que cet objectif soit éthique il faut aussi qu'il soit atteint de façon honnête et optimisé à long terme. La simplicité de cet objectif de profit est une raison importante de l'efficacité des entreprises privées; poursuivi à long terme il implique un respect de tous les participants de l'entreprise et laisse peu de différence entre les modèles de « stakeholder value » et de « shareholder value ».

Pour s'assurer que l'entreprise poursuit un tel objectif, il faut une surveillance efficace. Un actionnariat familial peut apporter une surveillance efficace et stable, mais il ne peut exister partout. La surveillance par d'autres grands actionnaires pose des problèmes de conflit d'intérêt et de respect du droit de propriété des minoritaires. L'actionnariat ouvert de type anglo-saxon offre un modèle de surveillance par le marché, avec deux variantes très différents :

- la surveillance par une multitude d'actionnaires, plutôt pratiquée au Royaume Uni;
- la surveillance par les analystes et investment Banks, plutôt pratiquée aux Etats-Unis.

Cette forme de surveillance par le marché laisse subsister un problème d'agence important, d'autant plus que la sanction ultime du marché, l'OPA hostile, a été pratiquée avec excès dans les années 80 et ensuite rendue plus difficile. Les stocks options utilisées pour atténuer ce problème d'agence ont conduit à un système centré sur la plus-value boursière.

*L'obsession de la plus value qui dénature le système*

Optimiser la valeur pour l'actionnaire au moyen de bénéfices à long terme, distribuables en dividendes, est une chose qui encourage l'efficacité à long terme des entreprises et des marchés. Mais optimiser la valeur pour l'actionnaire au moyen de la plus-value boursière est la cause de nombreux excès :

- cela attire des actionnaires égarés et dénués de sens critique;
- si ce critère de plus-value sert à motiver les dirigeants, cela peut les motiver au gain immédiat, à la cupidité, plutôt qu'à l'efficacité à long terme;
- la justification de la valeur des actions peut librement s'éloigner de toute contrainte objectivée, menant à des survalorisations temporaires dommageables.

Il existe aussi un risque important que la plus value provienne d'éléments externes à l'entreprise (un climat boursier euphorique), du hasard d'une offre d'achat à prix élevé, voire d'une manipulation de cours,..., bref d'éléments fort éloignées du mérite pourtant nécessaire à sa légitimité.

De nombreux fonds de pension et institutions qui ont durant des années accompagné la vague des plus values boursières et programmé leurs finances comme si ces plus values éphémères étaient des revenus réels, et récurrents, sont aujourd'hui fragilisés par cette illusion qui les a fait confondre « return » et rendement réel.

Le profit lui-même, qui est un bon moyen de mesurer des objectifs, peut être dangereux quand il devient une fin en soi, et c'est bien ce qu'il est devenu pour un nombre dangereusement grandissant d'acteurs économiques dans le monde entier; ceci est vrai particulièrement dans de nombreux pays, industrialisés ou pas, où les dirigeants adoptent avec enthousiasme cet objectif de profit au nom duquel ils sont prêt à sacrifier le bien-être de leurs peuples et leurs écosystèmes, sans scrupules puisque les objectifs des Nations ne sont plus fixés qu'en terme financier. Cette généralisation d'un objectif utilisé abusivement est probablement un des aspects les plus dangereux de la mondialisation et un de ses enjeux essentiels. Il peut détruire le tissu social et l'environnement de nombreux pays du Sud et sert dans le Nord à justifier des politiques que les peuples ne désirent pas, pour l'enrichissement, parfois indécent, d'un très petit nombre.

La primauté donnée à la plus value à court terme, la généralisation de mécanismes financiers douteux, la banalisation de certaines formes de corruption ont aussi provoqué une forte augmentation du nombre de fusions et acquisitions de type financier, peu justifiées et peu efficaces. Ces dérives sont donc grandement responsables de la perte de crédibilité des marchés financiers, et du rôle des fusions et acquisitions, qui par ailleurs peuvent être utiles.

### *La nécessité de réformes*

Ces excès montrent qu'il faut réguler les marchés et les protéger contre ceux qui en abusent, ils ne signifient pas que les marchés manquent d'éthique ou qu'ils sont nécessairement excessifs ou inefficaces.

La surveillance d'entreprises à actionnariat ouvert nécessite une réflexion en profondeur et des réformes surtout aux Etats-Unis où le système donnait un rôle probablement exagéré au marché à cet égard et négligeait le rôle du Conseil d'administration. Il est fondamental de s'assurer d'un fonctionnement meilleur et plus éthique des marchés financiers, et des acteurs qui y gèrent.

Les responsables US sont toujours prêts à recommander aux autres pays de réformer certains aspects de leur économie; entre autres, aux pays européens ils recommandent avec insistance de réformer les rigidités de leur marché du travail (qui sont peut-être excessives à certains égards) pour relancer leur économie. Il n'empêche que les dérives du système financier U.S. sont graves pour l'économie U.S. et pour la population U.S. Elles sont graves aussi pour le reste du monde, étant donné leur capacité à influencer ces systèmes financiers travers le monde. Mais Machiavel avait déjà dit dans « Le Prince » : « Il n'y a rien de plus difficile... que de changer un ordre établi ».

Il a fallu au 20<sup>e</sup> siècle deux réformes en profondeur, 1900-1905 et 1930-1935 et deux Présidents visionnaires et désintéressés, les deux Roosevelt, pour que le marché financier U.S. ne devienne pas au début du 20<sup>e</sup> siècle une réplique des « Gangs of New York ». Ces deux Présidents et leurs administrations ont eu la lucidité de comprendre qu'il fallait combattre les capitalistes pour défendre le capitalisme et l'économie de marché. Le marché financier US est même devenu durant le demi-siècle suivant sa seconde réforme, exemplaire à beaucoup de points de vue, grâce à des structures et des institu-

tions fortes, et un sens éthique affirmé. Il a créé un modèle de capitalisme de marché qui présente de nombreux aspects positifs.

Ce système est en crise depuis les années 80, et souffre entre autres d'une dégradation éthique continue. Il faudra une volonté politique forte et désintéressée pour le corriger, s'appuyant sur un diagnostic lucide, qui fait défaut depuis plus de 20 ans.

#### BIBLIOGRAPHIE

- ALLEN, (2001), « Do financial Institutions matter? », *Journal of Finance*, 56, n° 4.
- ALLEN F. & GALLE, 2000, *Comparing financial systems* (MIT Press, Cambridge, Massachusetts).
- ALLEN, BERNARDO and WELCH, 2000, « A theory of dividends base on tax clientele », *Journal of Finance*, 55, 2499-2536.
- ALLEN, F., BERNARDO and WELCH, 2000, « A theory of dividends based on tax clientele », *Journal of Finance*, 55, 2499-2536.
- ANDRADE G. and STAFFORD, 1999, *Investigating the economic role of mergers*, Working paper, Harvard Business School.
- ANDRADE, MITCHELL, STAFFORD, « New Evidence and perspectives on Mergers », *Journal of Economic perspectives*, 2001, 103-120.
- ARNOTT Robert and BERNSTEIN Peter, 2002, « What risk premium is normal? », *Financial Analyst Journal*, March/April 2002.
- AUGAR Philip, *The Death of gentlemanly capitalism*, Penguin Books, 2000.
- AXELROD, R. (1980), *The Evolution of Cooperation*, New York, Basic Books.
- BAECK Louis, 1994, *The Mediterranean tradition in economic thought*, Routledge.
- BARTLETT, C. and S. GHOSHAL (1987), « Managing Across Borders : New Organizational Responses », *Sloan Management Review*, 29 (Fall), 43-53.
- BARTLETT, C., and S. GHOSHAL (1989), *Managing Across Borders*, Boston, Harvard University Press.
- BEBCHUK, L. (1999), « A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control », Cambridge, Mass., NBER Working Paper 7203. – and M. ROE (1999), « A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance », *Stanford Law Review*, 52/1, 127-70.
- BEBCHUCK, FRIED and WALKER, « Managerial Power and rent extraction in the Design of executive compensation », *Chicago Law Review*, vol. 69, 2002.
- BECHT, M. (1999), « European Corporate Governance : Trading-Off Liquidity Against Control », *European Economic Review*, 43, 1071-83.
- BECHT, M. (1999), « European Corporate Governance : Traing-Off Liquidity Against Control », *European Economic Review*, 43, 1071-83.
- BECHT M. et MAYER C., 2001, « Existing studies of ownership & control », in BARCA & BECHT, *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press.

- BERGER, A., HUMPHREY, D., 1993, « Bank scale economies, mergers, concentration, and efficiency : the U.S. experience », *Revue d'Economies Financière*, 27, 123-154.
- BERGER, A., DEMSETZ, R., STRAHAN, P., 1999, « The consolidation of the financial services industry : causes, consequences, and implications for the future », *Journal of Banking and Finance*, 23, 135-194.
- BERLE, A.A. (1958), « 'Control' in Corporate Law », *Columbia Law Review*, 58, 1212-25.
- BERLE, A., MEANS, G., 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York.
- BERLE, 1962, « Modern functions of the corporate system », *Columbia Law Review*.
- BLACK, B. & COFFEE, J.C., 1993, *Hail Britannia? : Institutional Investor Behaviour Under Limited Regulation*, paper presented to Columbia University Law School's Centre for Law and Economic Studies Conference on Relationship Investing : possibilities, patterns and problems, New York, Hilton, May 6-7.
- BLACK, B.S. (1990), « Shareholder Passivity Reexamined », *Michigan Law Review*, 89, 520. – (1998), « Shareholder Activism », in P. NEWMAN (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (3 vol.), New York, Stockton Press; London, Macmillan Reference.
- BRAUDEL F., 1979, *Civilisation matérielle, économie et capitalisme 15<sup>e</sup> du 18<sup>e</sup> siècles*, Armand Collin.
- BURROUGH and HELZAR (1990), *Barbarians at the Gate*, Harper & Row.
- BUZZLE, R.D. and GALE, B.T., *The PIMS Principles* (The Free Press, New York), 1991.
- CALVEZ, Jean Yves, 1970, *La pensée Marxiste*, Seuil.
- CHANNEY, P.K., DEVINNEY, T.M. and WINER, R.S. (1989), *The Impact of New Product Introductions on the Market Value of Firms*, Report 89-105 (Marketing Science Institute, Cambridge, Mass.).
- CHARKHAM J.P. (1991), *A Larger Role for Institutional Investors*, NEDO Conference, 21-22 November.
- CHARKHAM, J. (1989a), *Corporate Governance and the Market for Control of Companies*, Bank of England Panel Paper N° 25 (Bank of England, London).
- CHARKHAM, J. (1994), *Keeping Good Company : A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford, Clarendon Press.
- CHARKHAM, J. (1994), *Keeping Good Company : A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford, Clarendon Press.
- CHATTERJEE, S. (1986), « Types of Synergy and Economic Value : The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms », *Strategic Management Journal*, 7, 119-140.
- CHAUVIN K. and SHENOY C., 2000, *Stock price decreases prior to executive stock option grants*.
- CHEN, H.C., 1999, *Competition and collusion in the IPO market*, Unpublished Working Paper, University of Florida, Gainesville.
- CHEN, H.C., RITTER, J.R., 2000, « The seven-percent solution », *Journal of Finance*, 55, 1105-1132.

- CHIAPPARI, P.A., D. PEREZ-CASTRILLO and T. VERDIER, 1993, *Spatial competition in the banking system, localization, cross-subsidies and the regulation of interest rates*, Mimeo, Delta, Paris.
- CHRISTIE, W.G., HARRIS, J.H., SCHULTZ, PS, 1994, « Why did Nasdaq market makers stop avoiding odd-eighth quotes ? », *Journal of Finance*, 49, 1841-1860.
- COASE, Ronald H., 1937, « The Nature of the Firm », *Economica*, 4, 386-405.
- COASE, Ronald, 1960, « The Problem of Social Cost », *Journal of Law and Economics*, 3, 1-44.
- COBBAUT Robert, « Ethique et Finance », in *Reflets et Perspectives*, 38, 1999/3.
- COFFEE, J.C. (1991), « Liquidity versus Control : The Institutional Investor as Corporate Monitor », *Columbia Law Review*, 91, 1277-1366.
- COFFEE, J.C. 1991, « Liquidity versus Control : The Institutional Investor as Corporate Monitor », *Columbia Law Review*, 91, 6, October, pp. 1278-367.
- DAEMS, H., 1990, « Nationale Verankering en Concurrentievermogen », *Tijdschrift voor Economie en Management*, 35(1), February, pp. 73-85.
- DAEMS, H., 1998, *De paradox van het Belgisch Kapitalisme*, Lannoo, Tielt.
- D'AVOLIO, GILDOR and SHLEIFER, 2001, *Technology, Information Production, and Market Efficiency*, Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper Number 1929.
- DE KEULENEER, E., 1997, *L'Autonomie bien contrôlée*, éditions La Médiante.
- DELACROIX Philippe, *Vrai Visage de Saint Bernard, Abbé de Clairvaux*, Angers, 1991.
- DELVAUX Béatrice et MICHIELSEN Stéphane, 1999, *Le Bal des Empires*, Racines.
- DEMSETZ H., VILLALONGA B., « Ownership structure and corporate performance 2001 », *Journal of Corporate Finance*, 209-233.
- DEWATRIPONT & TIROLE, 1993, *La réglementation prudentielle des Banques*, Tayot.
- DEWATRIPONT, PRAET, « Théorie de la régulation économique à vol d'oiseau », *Reflets et Perspectives*, XXXVIII, 1999/2-5.
- DE WOOT P., 1998, *Méditation sur le pouvoir*, De Boeck et Larcier.
- DOWLING Robert, « The power and the privilege », *Business week*, November 4, 2002.
- DUBY Georges, *Guerriers & Paysans*, Gallimard, 1973.
- DUFFY Eamon, *Saints and Sinners : A history of the Popes*, New Haven, CT, 1997.
- DUNLAVY, C.A. (1998), « Corporate Governance in Late 19<sup>th</sup> Century Europe and the US : The Case of Shareholder Voting Rights », in K.J. HOPT et al (eds.), *Comparative Corporate Governance : The State of the Art and Emerging Research*, Oxford, Clarendon Press.
- DUNLAVY, C.A. (1998), « Corporate Governance in Late 19<sup>th</sup> Century Europe and the US : The case of Shareholder Voting Rights », in K.J. HOPT et al. (eds.), *Comparative Corporate Governance : The State of the Art and Emerging Research*, Oxford, Clarendon Press.
- DUNSBY, A., 1995, *Share repurchases, dividends, and corporate distribution policy*, Ph.D. Thesis, The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia.

- FACCIO M., LANG L., 2002, « The Ultimate ownership of Western European corporations », *Journal of Financial Economics*, 65.365-395.
- FAMA, E., FRENCH, K., 2001, « Disappearing Dividends : Changing firm Characteristics or Lower Propensity to Pay ? », *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- FAMA, Eugene and Kenneth FRENCH, 2001, « Disappearing dividends : Changing firm characteristic or lower propensity to pay ? », *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- FAMA, Eugene and Kenneth FRENCH, 2001, « Disappearing dividends : Changing firm characteristics or lower propensity to pay ? », *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- FRANKS, J. and C. MAYER (1995), « Ownership and Control », in H. SIEBERT (ed), *Trends in Business Organization : Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?*, Tübingen, Mohr (Siebeck).
- FRANKS, J. and C. MAYER (1995), « Ownership and Control », in H. SIEBERT (ed), *Trends in Business Organization : Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?*, Tübingen, Mohr, repr. in A. SOPPE, J. SPRONK, E. VERMEULEN and A. VORST (eds.), *Financiering en Belegging*, Rotterdam, Erasmus University.
- FRANKS, J. and C. MAYER (1995), « Ownership and Control », in H. SIEBERT (ed.), *Trends in Business Organization : Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?*, Tübingen, Mohr (Siebeck).
- FRANKS, J. and HARRIS, R. (1989), « Shareholder wealth effects of corporate takeovers, the U.K. experience 1955-1985 », *Journal of Financial Economics*, 17, 5-26.
- FRANKS, J. and HARRIS, R. (1989), « Shareholder Wealth Effects of UK Takeovers : Implications for Merger Policy », in J. FAIRBURN and J. KAY (eds.), *Mergers and Merger Policy* (Oxford University Press, Oxford).
- FRANKS, J., MAYER, C., 1995, *Ownership, control, and the performance of German corporations*, mimeo, London Business School.
- FULLER J. & JENSEN M. (2002), « Just say no to Wall Street : putting a stop to the earnings game », *Journal of applied corporate finance*, vol. 14, number 4.
- GALBRAITH, JK, *A short history of financial exploria*, 1990, whitte Direct books.
- GOERGEN & RENNEBOOG, 2001, « Strong managers and Passive institutional investors in the UK », in BARCA & BECHT, *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press.
- GOH J., EDERINGTON L., 1993, « Is a Obligation Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders ? », *The Journal of Finance*, Vol. XLVIII, n° 5, p. 2002.
- GRAHAM, J., HARVEY, C., 2001, « The theory and Practice of Corporate Finance : Evidence from the Field », *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- GROSSFELD, B., 1971, « Management and Control of marketable share companies », *International Encyclopedia of Comparative law*, vol. XIII.
- GROSMANN, S. and HART, O. (1980), « Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation », *Bell Journal of Economics*, Spring, 42-64.
- GROSSMAN, S.J. and HART, O.D., 1980, « Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation », *Bell Journal of Economics*, 11, pp. 42-64.

- GROSSMAN, S.J. and HART, O.D., 1988, « One Share – One Vote and the Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 175-202.
- GRULLON, G., MICHAELY, R., 2000, *Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis*, Unpublished manuscript, Cornell University, Ithaca, NY.
- HALEY, C.W. (1982), « Interest rate risk in financial intermediaries/prospects for immunization », in *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*, Chicago, Federal Reserve Bank of Chicago, pp. 309-317.
- HANNAH, L. (1983), *The Rise of the Corporate Economy*, second edition (Methuen, London).
- HANSEN R., 2001, « Do Investment Banks compete in IPO's? The advent of the 7 % plus contract », *Journal of Financial economics*, 59, 313-346.
- HART, Oliver and John MOORE, 1995, « Debt and seniority : An analysis of the role of hard claims in constraining management », *American Economic Review*, 85, 567-585.
- HAYSES, S. & HUBBARD, *Investment Banking*, Harvard Business School Press, 1990.
- HAYWARD M.L.A. and BOEKER W., 1998, « Power and Conflicts of Interest in Professional Firm : Evidence from Investment Banking », *Administrative Science Quarterly*, Vol. 43, Issue 1, pp. 1-22.
- HERZBERG, MAUSNER, SNYDERMAN, *The motivation to work*, John Wiley, New York, 1959.
- HUGHES A., « The impact of Merger : a survey of Empirical evidence for the UK », in *Merger and Merger Taking*, Oxford University Press, 1991.
- HUNT John, « The benefit of being small », *Financial Times*, January 4, 2002.
- HUNT, J.W., LEES, S., GRUMBAR, J.J. and VIVIAN, P.D., *Acquisitions : The Human factor*, Egohn Zehnder International, London, 1987.
- JACKLIN, C., 1987, « Demand deposits, trading restrictions, and risk sharing », in *Contractual Arrangements for Intertemporal Trade*, E. PRESCOTT and N. WALLACE, eds., Minneapolis, University of Minnesota Press.
- JAGANNATHAN, M., STEPHENS, C., WEISBACH, M., 2000, « Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases », *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384.
- JAIN, Prem C., 1985, « The effect of voluntary sell-offs announcements on shareholder wealth », *The Journal of Finance*, 40, 209-224.
- JENSEN M., 2001, « Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function », *Journal of applied corporate finance*, Fall, 2001.8-21.
- JENSEN, M., MECKLING, W., 1976, « Theory if the firm : managerial behaviour, agency costs, and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- JENSEN, Michael, 1986, « Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers », *American Economic Review*, 76, 323-329.
- JENSEN, Michael, 1986, « Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers », *American Economic Review*, 76, 323-329.
- KANTOROWICZ, 1927, *L'Empereur Frédéric II*, Gallimard (1987).

- KAY John, « Corporate strategy and corporate accountability », in *Capital markets and corporate governance*, Clarendon Press, Oxford, 1994.
- KEYNES, J.M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Harcourt Brace, New York.
- LAGA Hilde, « Bestuur : monistisch of dwaal? », in *Knelpunten van dertig jaar vennootschapsrecht*, Biblo, 1999.
- LANG, Larry, René STULZ and Ralph A. WALKING, 1991, « A test of the free cash flow hypothesis : The case of bidder returns », *Journal of Financial Economics*, 29, 315-335.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. AND VISHNY, R.W., 2002, « Investor protection and corporate valuation », *Journal of Finance*, 57, 1147-1170.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., 1999, « Corporate ownership around the world », *Journal of Finance*, 54, 471-518.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., 1997, « Legal determinants of external finance », *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., 1998, « Law and finance », *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., 1999, *Investor protection and corporate valuation*, NBER Working Paper 7403, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., 2000, « Agency problems and dividend Policies around the world », *Journal of Finance*, 55, 1-33.
- LIANG, J.N., SHARPE, S., 1999, *Share Repurchase and Employee Stock Options and Their Implications for S&P 500 Share Retirements and Expected Returns*, N° 1999-59, in Finance and Economics Discussion Series from Board of Governors of the Federal Reserve System.
- LORSCH, J.W. (1991), « Real Ownership is Impossible », *Harvard Business Review*, November-December.
- MACHIAVEL, Nicolo, *The Prince*, Penguin, London, 1967.
- MACHINA, Mark, 1987, « Choice Under Uncertainty : Problems Solved and Unsolved », *Journal of Economic Perspectives*, I, 121-54.
- MAKSIMOVIC, Vojislav, and Gordon M. PHILIPS, 2002, « Do conglomerate firms allocate resources efficiently across industries : Theory and evidence, forthcoming », *Journal of Finance*, 57.
- MAKSIMOVIC, Vojislav, and Gordon M. PHILLIPS, 2002, « Do conglomerate firms allocate resources efficiently across industries Theory and evidence », *Journal of Finance*, 57.
- MANNE, H. (1965), « Mergers and the Market for Corporate Control », *Journal of Political Economy*, 110-20.
- MARGOLIS, Howard, 1982, *Selfishness, Altruism and Rationality : A Theory of Social Choice*, Cambridge, Cambridge University Press.
- MARKS, M.L., and P. MIRVIS (1985), « Merger Syndrome : Stress and Uncertainty », *Mergers and Acquisitions* (Summer), 50-55.

- MARSCH, Paul, « Market assessment and company Performance », in *Capital markets and corporate governance*, Clarendon Press, Oxford, 1994.
- MARX, 1894, *Das Kapital*, nombreuses éditions, tome I (1867), tome II (1893), tome III (1894).
- MASLOW A., *Motivation and Personality*, Harper & Row, New York, 1954.
- MERCER MANAGEMENT CONSULTING, *Making Mergers work for profitable growth*.
- MICHAELY R. and WOMACK K.L., 1999, « Conflict of Interest and Credibility of Underwriter Analyst Recommendations », *The Review of Financial Studies*, Special, 1999, Vol. 12, n° 4.
- MILLER, Merton H., and Myron S. SHOLES, 1982a, « Dividends and taxes : Some empirical evidence », *Journal of Political Economy*, 90, 1118-1141.
- MILLER, Merton, and Franco MODIGLIANI, 1961, « Dividend policy, growth, and the valuation of shares », *Journal of Business*, 34, 411-433.
- MILLER, Merton, and Franco MODIGLIANI, 1961, « Dividend policy, growth, and the valuation of shares », *Journal of Business*, 34, 411-433.
- MILLER, Merton, and Kevin ROCK, 1985, « Dividend policy under asymmetric information », *Journal of Finance*, 40, 1031-1051.
- MILLER, Merton, and Myron SHOLES, 1978, « Dividends and taxes », *Journal of Financial Economics*, 6, 333-364.
- MODIGLIANI, F., MILLER, M., 1958, « The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment », *American Economic Review*, 48, 261-297.
- MONKS Robert, SYKES Allen (2002), *Capitalism without owners will fail*, London, Central Books.
- MONKS, R.A.G., 1996, « The American Corporation at the End of the 20<sup>th</sup> Century : Outline of Ownership Based Governance », *Arthur Andersen Lecture*, The Judge Institute, July 8, Cambridge (<http://www.Lens-inc-com>).
- MORCK, Randall, Andrei SHLEIFER and Robert W. VISHNY, 1990, « Do managerial objectives drive bad acquisitions ? », *Journal of Finance*, 45, 31-48.
- MORRIS C.S. (1989), « Managing interest rate risk with interest rate futures », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 74, March, 3-20.
- MOSS Kanter R., *Common Interest, Common Good : Creating Value Through Business and Social Sector Partnerships* (with Shirley SAGAWA and Eli SEGAL), Harvard Business School Press, 1999.
- NAPOLI J.A. (1992), « Derivate markets and competitiveness », *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, 16, July/August, 13-24.
- New York review of books*, 21 November 2002, « From New York to Bagledad ».
- NISSIM D and ZIV, A., 2001, « Dividend changes and future profitability », *Journal of Finance*, 56-6.2111-2133.
- NORTH Douglas, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Pres (1990).
- PARKINSON, C., *Northcote, Parkinson's Law*, John Murray, London, 1958.
- PAYNE, P.L. (1974), *British Entrepreneurship in the Nineteenth Century* (Macmillan, London).

- Philippe de WOOT, *Méditation sur le pouvoir*, 1998, De Boeck.
- PORTER, M.E. (1986), *Competition in Global Industries*, Cambridge, Harvard Business School Press.
- PORTER, M.E. (1987), « From Competitive Advantage to Competitive Strategy », *Harvard Business Review* (May-June), 43-59.
- POUND J., 1992, « Beyond Takeover : Politics comes to corporate control », *Harvard Business review*, March-April, 84-93.
- PRAET Peter et WIGNY Augustin, « Normes éthiques », in *Reflets et Perspectives*, 38, 1999/3.
- PREVEZER, M. and RICKETTS, M., *Corporate governance : the U.K. compared with Germany & Japan. In capital markets and corporate governance*, Clarendon Press, Oxford, 1994.
- PROWSE Stephen, *Corporate governance in an international perspective*, BIS Economic papers, n° 41, July 1994.
- PROWSE, S. (1992), « The Structure of Corporate Ownership in Japan », *Journal of Finance*, 47/3, 1121-40.
- PROWSE, S. (1992), « The Structure of Corporate Ownership in Japan », *Journal of Finance*, 47/3, 1121-40.
- RAHESH Khuram, *Reaching for a corporate saviour*, University Princeton Press, Jim Collins, Good to great (Hayer Collins).
- RAVENSRAFT, D.J., and F.M. SCHERER (1987), *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*, Washington, DC, Brookings Institution.
- RAVENSRAFT, David, and F.M. SCHERER, 1987, *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency* (Brookings Institution, Washington, DC).
- RAVENSRAFT, David, and F.M. SCHERER, 1987, *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency* (Brookings Institution, Washington, DC).
- ROE, M. (1991), « A Political Theory of American Corporate Finance », *Columbia Law Review*, 91/10.
- ROE, M. (1991), « A Political Theory of American Corporate Finance », *Columbia Law Review*, 91/10.
- ROE, M., 1994, *Strong Managers Weak Owners : The Political Roots of American Corporate Finance*, University Press, Princeton, NJ.
- ROE, M.J. (1994), « Strong Managers, Weak Owners », in *The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press.
- SCHUMACHER, E.F., 1975, *Small is beautiful*, Abacus, London.
- SHLEIFER, A. & VISHNY, R., 2001, *Stock Market Driven Acquisitions*, NBER Working Paper #8439.
- SHLEIFER, A. & Vishny, R.W., 1996, *A Survey of Corporate Governance*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 5554, Cambridge, MA.
- SMITH Adam, *The Wealth of Nations 1776*, Modern Library, New York, 1937.
- SMITH, Adam (1759), *The Theory of Moral Sentiments*, édition révisée (1790), Oxford, Clarendon Press (réimpression 1975).

- SPUFFORD, P., 2002, *Power and Profit : The Merchant in Medieval Europe*, Thames & Hudson.
- STIGLER, G. (1950), « Monopoly and Oligopoly by Merger », *American Economic Review* (May), 23-24.
- STIGLER, G.J. and C. FRIEDLAND (1983), « The Literature of Economics : The Case of Berle and Means », *Journal of Law and Economics*, 26/2 (June), 237-68.
- STIGLITZ Joseph, 2002, *Globalisation and its discontents*, Penguin Books.
- SUMMERS, L., SUMMERS, V., 1989, « When Financial Markets Work too Well : A Cautious Case for a Securities Transaction Tax », *Journal of Financial Services Research*, 3, 261-86.
- SYKES, A. (1990), *Corporate Takeovers : The Need for Fundamental Rethinking* (David Hume Institute, Edinburgh).
- TAWNEY, R.H., *Religion and the rise of Capitalism*, 1926, Mentor Book.
- THOMAS, H. & LOGAN, C., 1982, *Mondragón : An economic analysis*, George Allen and Unwin, London.
- TURNBULL, S., 1995, « Innovations in Corporate Governance : The Mondragón Experience », *Corporate Governance : An International Review*, 3, 3, July, pp. 167-80.
- UNGER, J., « The people trauma of major mergers », *Journal of Industrial Management*, Vol. 10, April 1986, p. 17.
- VAN HULLE, C., 1999a, « Corporate governance et décision en entreprises : les entreprises belges se comportent-elles différemment des entreprises néerlandaises ? », *Reflets et perspectives de la vie économique*, 38/3, mai, pp. 37-48.
- WAKEMAN, MacDonald, 1990, « The real function of obligation rating agencies », dans *The Modern Theory of Corporate Finance*, 2<sup>nd</sup> ed, McGraw Hill, New York.
- WATTS R. and ZIMMERMAN (1983), « Agency problems, auditing, and the theory of the firm : some evidence », *Journal of Law & Economics*, vol. 26, October 1983.
- WEBER Max, 1904, 1905, *Die Protestantische Ethik und der Geist des Capitalismus*.
- WHITE, L.J., 2002, *The Credit Rating Industry, An Industrial Organization Analysis*, in The New York University Salomon Center Series on Financial Markets and Institutions, Vol. 8, edited by LEVICH R.M., MAJNONI G., REINHART C., Kluwer Academic Publisher, pp. 50-51.

*Articles et études divers*

- Business Week*, « Mergers : Why most big deals don't pay off », Octobre 14, 2002.
- Financial Times*, « Big pharma sees the beauty of thinking small », le 2 avril 2001, et le cas de Glaxo-Smith Kline's décrit le 24.10.2002.
- Financial Times*, « Fallen Icons », février 2000.
- Financial Times*, « Put corruption under the hammer », 20 décembre 2002.
- Financial Times*, « Regulators prepare to question Quattrone », Merrill Lynch vs. New York, 10 décembre 2002.
- Financial Times*, « Wall Street gets into a spin », 5 octobre 2002.
- Financial Times*, 20 novembre 2002.
- Financial Times*, 20.11.2002.

- Financial Times*, « A Truce on Wall Street ... »; 23 décembre 2002 : « research settlement may benefit big banks »; « The march to the inevitable global deal »; etc., 11 décembre 2002.
- Financial Times*, « A truce on Wall Street settlement at last on conflicts of interest », 11 décembre 2002.
- Financial Times*, « Alan Greenspan, Président de la Federal Reserve », 20 novembre 2002.
- Financial Times*, « Benefits of a power cut », 8 janvier 2003.
- Financial Times*, « Cut Dividend Tax », 14.01.2003.
- Financial Times*, « Ex-Fed Chairman points finger over US scandals », le 24 septembre 2002.
- Financial Times*, « FTfm, Barry Riley », 18 novembre 2002.
- Financial Times*, « Investors in the driving seat », 15/16 avril 195.
- Financial Times*, Marion NESTLÉ, « How the Food industry influences Politics and Health », 23 novembre 2002.
- Financial Times*, Martin WOLF, « Why it is so hard to fix the flaws of modern capitalism », 20 novembre 2002.
- Financial Times*, Michaël PORTER, « The tax cut that could pay dividends », 14 janvier 2003.
- Financial Times*, « Survival of the fittest, not the fattest », 7 mars 2003.
- Financial Times*, « The benefits of being small », 4 janvier 2002.
- Financial Times*, « The cut that could pay Dividends », 14 janvier 2003.
- Financial Times*, « What Price virtue? », 2 décembre 2002.
- Financial Times*, « World Com Bankruptcy », 19 et 20 décembre 2002.
- Financial Times*, « Cheng Ian and Daniel Caroline », 31 juillet 2002.
- Financial Times*, « Managers fail to reclaim », 10 mars 2003.
- Fortune*, 16 septembre 2002.
- Fortune*, 20 janvier 2003.
- Fortune*, 30 décembre 2002.
- Fortune*, MONDRAGON, in « The most respected companies », 20 janvier 2003.
- Harvard Business Review*, « Lessons from master acquirers : a CEO roundtable on making mergers succeed », May-June 2000.
- KPMG, *Creating shareholder value through mergers and acquisitions*, 2001.
- New York Review of Books*, « Capitalism betrayed. Conference Board 1999 Are bigger banks better? », 28 February 2002.
- PA Consulting*, « Creating value from acquisition integration », 2000.
- Supplément du *Financial Times*, « Sur les conflits d'intérêt des gestionnaires de fonds », voir ALLEN & GALLE, 2000. LORSH, 1991; CHARCKHAM, 1991; Barry RILEY dans *FTfm*, 18 novembre 2002. Sane approach to setting fees.
- The Conference Board, « Quest for bigness drives urge to merge », *Across the Board*, May 16<sup>th</sup> 2001.

*The Economist*, « Lots of it about », rappelle que le modèle d'entreprise anglo-saxonne est loin d'être la machine froide, obnubilée par le seul profit, que certains prétendent, 14 décembre 2002.

*The Economist*, « But which way is up? », 16 novembre 2002.

*The Economist*, « Ex-friends of Frank », 28 septembre 2002.

*The Economist*, « How to pay bosses », 15 novembre 2002.

*The Economist*, « Lots of it about », 14 décembre 2002.

*The Economist*, « Pushing pills », 15 février 2003.

*The Economist*, « The price of atonement », 16 novembre 2002, 2 décembre 2002.

*The Economist*, « The price of atonement », 25 janvier 2003.

*The Economist*, « Thin on top », 25 janvier 2003.

*The Economist*, « Signs of Life », 22 mars 2003.

*Wall Street Journal*, « Wall Street Scandals show individual disdain », 24/25 décembre 2002.