

Plaidoyer pour un nouveau capitalisme

10^{ième} Conférence Gérard Parizeau

17 septembre 2009

Par

Yvan Allaire, Ph.D., MSRC

Président du conseil

Institut sur la gouvernance d'organisations
privées et publiques (HEC-Concordia)

Professeur émérite de stratégie (UQÀM)

©Tiré et adapté de l'ouvrage ***Black Markets...and Business Blues***
(FI Press, juin 2009) par *Yvan Allaire et Mihaela Firsirotu.*

Préambule

Au tout début de notre ouvrage ***Black Markets...and Business Blues***, nous racontons comment nous avons compris et ressenti le côté tragique de cette catastrophe financière. Par un crépuscule de janvier 2009, roulant sur une route achalandée près de Lake Worth en Floride, nous sommes entrés soudainement dans une zone étrange, une sorte de cimetière fait de longues rangées de maisons sans lumières, sans occupants, affichant de futiles panneaux *For Sale, For Rent*.

Tous les propriétaires de ces maisons modestes avaient été expulsés pour défaut de paiement. Le lieu suintait l'humiliation des parents, le désespoir des enfants, la décadence d'une société. « ***La grandeur d'une civilisation se juge à la façon dont elle traite les plus faibles*** », a écrit Jean Rostand. La civilisation américaine nous semblait bien mal en point en cette soirée de janvier.

La conférence annuelle instituée en honneur à M. Gérard Parizeau m'a donné l'occasion de présenter nos vues sur cette crise et ces causes ainsi que certaines voies de solution.

M. Gérard Parizeau aurait eu beaucoup à dire sur le sujet. Homme aux multiples talents qui sut mener de front et avec brio des activités diverses: entrepreneur, professeur d'université, auteur d'ouvrages d'histoire, expert renommé du domaine de l'assurance, fondateur de revues économiques et mécène. En un mot, M. Gérard Parizeau pourrait et devrait nous servir de modèle de vie. Ce fut un honneur d'être choisi pour prononcer cette conférence annuelle. Nous en remercions Messieurs Jacques Parizeau et Robert Parizeau ainsi que le professeur Jean-Pierre Le Goff.

TABLE DES MATIÈRES

Préambule	2
Marchés versus société : Le dilemme des conservateurs	4
La transformation des entreprises : finie la loyauté, vive les marchés!.....	11
Les causes profondes des crises financières.....	23
La logique des marchés financiers	30
Vers un nouveau capitalisme ?	36
En guise de conclusion	38

Marchés versus société :

Le dilemme des conservateurs

Au cœur de cette invraisemblable crise financière que le monde a connu en 2007-2008, se dissimule le modèle « idéal », le modèle américain, de l'entreprise. Ce nouveau modèle s'est façonné au cours des trente dernières années alors que le capitalisme managérial d'antan se métamorphosait en un capitalisme financier, un capitalisme de casino.

Or, en 2008, ce modèle d'entreprise était devenu la norme dans les pays « développés » : reposant sur le principe « d'une action, un vote », cotée en Bourse, « propriété » d'un grand nombre de fonds de placement aux objectifs de rendement à court terme, d'« actionnaires » éphémères et spéculatifs, gouvernés par des administrateurs « indépendants », gérés par des dirigeants mercenaires et mobiles, bien payés pour servir exclusivement ces nouveaux « actionnaires ». Ce modèle, fort répandu aux États-Unis et certains autres pays, est à la source des fiascos financiers que nous avons connus au cours des vingt dernières années.

Les marchés financiers en sont ainsi venus à imposer leur logique du court terme, de croissance trimestrielle du bénéfice par action au même temps que les entreprises font face à une concurrence féroce sur les marchés pour leurs biens et services. Cette combinaison de pressions est néfaste pour la santé et la survie des entreprises.

Ce texte attaque durement le système financier ainsi que certains des opérateurs qui y grenouillent. Nous estimons, et tentons de le démontrer, que subrepticement nos économies, celle des États-Unis au premier chef, ont été poussées vers une forme de capitalisme dans lequel les marchés financiers dominant, font la loi et imposent leur volonté aux entreprises. Nous affirmons que cette évolution néfaste est la *cause fondamentale* des crises et fiascos financiers à répétition depuis une vingtaine d'années. Nous proposons des réformes qui, à notre avis, remettraient la finance à la place modeste qui devrait être la sienne et ramèneraient dans les entreprises une gestion pour le long terme ainsi qu'un certain niveau de loyauté, de confiance mutuelle et de solidarité essentiels au bon fonctionnement de toute organisation humaine.

Étant donnée donc la nature de notre propos et les recommandations auxquelles nous aboutissons, il

est approprié d'annoncer clairement où nous logeons dans le village des idéologies. Nous croyons en l'entreprise privée, en l'économie de marché. Nous (Mihaëla plus que moi) avons vu (et dans son cas vécu) les cruels rationnements, les files d'attente, les magasins vides, les pénuries de biens essentiels, la mortelle inefficacité qui sont le lot d'une économie planifiée, d'un système économique étatique.

Les marchés poussent à l'utilisation efficiente des ressources; ils répondent rapidement aux besoins et attentes des consommateurs; ils sont créateurs de richesses et de bien-être pour la société. Les marchés sont une grande invention,...tout comme l'énergie nucléaire. Ils produisent de grands bénéfices pour la société lorsqu'ils sont bien encadrés et réglementés.

Le marché est le meilleur ami du citoyen, mais c'est un ami imparfait. Maniac-dépressif, il est exubérant un jour, déprimé sans raison le lendemain ! Il a des goûts douteux; il favorise les forts et les riches au détriment des faibles et des moins nantis; il fréquente les spéculateurs de tout acabit et flirte avec l'illicite; il souffre de mythomanie, se croyant toujours et en tout rationnel et efficient.

Malgré ses tares, hélas, il demeure tout de même le meilleur ami du citoyen. Tous ceux qui croient aux vertus du marché et de la libre entreprise, qui croient aux mérites du système, dit capitaliste, doivent, les premiers, se lever contre les abus, les déviations, les manigances qui risquent de discréditer ce système pour le grand malheur de tous. Il faut se montrer critique de ce bon ami et sévère envers lui; il y va de son intérêt et du nôtre !

Les paradoxes du capitalisme sont apparus dès ses origines. La tension, voire l'opposition, entre le succès du modèle capitaliste, d'une part, et la solidarité sociale, les valeurs et cultures nationales, d'autre part, a préoccupé les philosophes depuis au moins Adam Smith. Le capitalisme doit s'appuyer sur des valeurs et des normes sociales que le capitalisme contribue, cherche même, à détruire. Les forces dynamiques qu'il déchaîne minent progressivement les valeurs de loyauté, de réciprocité, de confiance, de retenue, ce que Putnam et d'autres ont nommé le *capital social*.

Éventuellement, le capitalisme s'affranchit de toute contrainte, élude les restrictions et les prohibitions. Or, ces valeurs sociales et ces restrictions sont nécessaires au capitalisme. Leur absence en sonne le glas.

Le dilemme des conservateurs

Les conservateurs de naguère cherchaient à composer avec le dilemme suivant : leur engagement envers le libre marché et leur aversion pour toute intervention des gouvernements les rendaient impuissants et futiles lorsque les abus et les manigances de certains menaient tout le système capitaliste vers sa déconfiture. Ils en appelaient alors à un retour aux valeurs morales et sociales, et à leur exaltation, seules capables de contenir les excès du capitalisme; ou encore, comme Schumpeter, ils en arrivaient presque à célébrer ces crises comme une sorte de sain mécanisme d'autocorrection inhérent au capitalisme. Devant les signes avant-coureurs de la dernière crise, certains puissants idéologues, Greenspan¹ au premier chef, ont adopté une posture semblable.

Toutefois, ceux qui croient aux vertus du système capitaliste, de l'entreprise privée et des marchés seront plus judicieux s'ils acceptent qu'une bonne dose d'intervention, d'encadrement et de réglementation soit nécessaire à la survie du système. Un appel, aussi éloquent soit-il, au renouveau des valeurs morales, ne peut, à court terme du moins, suffire dans un monde dépouillé des institutions capables de susciter, de protéger et d'entretenir ces valeurs.

Avec le temps, *s'il est vrai que la sanction juridique précède la sanction sociale*, elle-même source de valeurs et de normes, on verra possiblement rejaillir dans la société les valeurs morales et les comportements de modération et d'engagement qui donnent à l'économie de marché toute sa richesse économique et sociétale. Il convient de rappeler que la terrible crise des années 1930 donna lieu à une réglementation serrée des marchés financiers, qui, avec le temps, induit des comportements moraux durables, du moins jusqu'à ce qu'une nouvelle vague de déréglementation, débutant autour de 1980 recommence la lente corrosion des valeurs.

Quant à proposer aux citoyens de souffrir en silence pendant que le merveilleux système se guérit par lui-même de ses pathologies, cela nous semble politiquement périlleux et inutilement cruel.

Notre propre démarche s'inspire donc d'une certaine tradition selon laquelle un appui à l'économie de marché et la libre entreprise doit s'accompagner d'une volonté, d'un devoir, d'en contrôler les excès et d'établir les garde-fous garants de leur pérennité mais aussi d'une certaine justice sociale. Lacordaire avait une phrase heureuse sur le sujet : *« Entre le riche et le pauvre, entre le fort et le faible, c'est la liberté qui opprime et la loi qui affranchit »*

¹ Alan Greenspan fut le président du Federal Reserve Board, (le proche équivalent d'une banque centrale aux États-Unis) de 1987 à 2006.

Deux distinctions préalables sont importantes :

1. Malgré la prétention d'un certain courant idéologique, qui a eu ses heures même au Québec, la discipline du marché n'est pas appropriée pour toutes les activités d'une société. Certaines institutions, gardiennes des valeurs (aurait dit Platon), doivent être soumises à une logique distincte, voire protégées, de la logique des marchés. Alors, comment démarquer la nature des biens et services que l'on devrait soumettre à la discipline des marchés et ceux que l'on devrait considérer comme des biens et services publics devant être produits et distribués selon des mécanismes sociaux et politiques. Cette démarcation varie d'un État à l'autre ainsi que d'une époque à l'autre, selon les courants idéologiques dominants. En certains pays, la gestion des prisons, l'assurance-maladie, l'eau potable, les services militaires d'appoint, la pratique religieuse, la protection contre les incendies etc. sont soumis aux lois du marché; ailleurs, ce sont des biens publics exclus des marchés. Les sociétés doivent faire ces choix avec prudence.

À notre époque, ce sont les marchés financiers qui imposeront leur logique aux entreprises privées offrant des biens et services de nature publique ou sociale. Cette affirmation est lourde de conséquences. Pour les marchés financiers, la valeur du titre coté en Bourse doit croître sans cesse. Or, le moteur premier de cette augmentation de la valeur du titre est la croissance continue du bénéfice par actions. C'est donc dire qu'un solide profit ne suffit pas ; il faut un solide profit en croissance perpétuelle. Ce caractère infernal des marchés boursiers pousse la direction des entreprises, rémunérée par des options sur le titre, à prendre toutes les mesures pour atteindre cet objectif de croissance du bénéfice par action aussi longtemps que faire se peut. Poussés par les pressions du marché et leur richesse en péril, les dirigeants en arrivent à des mesures à la limite du licite et parfois au delà. C'est ainsi que l'on fabrique des Enron, Worldcom et toutes les sociétés responsables de la crise financière de 2007-2008.

2. Si les vertus des *marchés de biens et services* sont généralement admises et prêtent peu au débat en nos temps, il en va autrement des *marchés financiers*. Ceux-ci tentent de s'affubler des mêmes vertus que les marchés de biens et services : efficience, innovation, satisfaction des besoins, concurrence, etc. Or, les marchés financiers, par leur rôle d'intermédiation, apportent une certaine valeur ajoutée pour

la société. Cependant, hypertrophiés et métastasés, les marchés financiers étouffent l'économie réelle et imposent une logique malsaine aux entreprises productrices de biens et services.

Voici un point essentiel de toute notre argumentation. Dans les entreprises cotées en Bourse et sans actionnaire de contrôle, les marchés financiers en sont venus à imposer leur logique du court terme, de croissance trimestrielle du bénéfice par action au même temps que ces entreprises font face à une concurrence féroce, résultat de la mondialisation et déréglementation, sur les marchés pour leurs biens et services.

Nul ne doute que la pression de la concurrence sur les marchés de biens et services contribue à l'abaissement des prix au bénéfice des consommateurs ; il faut toutefois laisser aux entreprises le temps et l'espace pour s'ajuster et mettre en place les stratégies qui conviennent. Or, la pression des rendements à court terme exercée par les marchés financiers s'avère, dans ces circonstances, néfaste pour la santé et la survie des entreprises.

Un exemple instructif : la gestion privée des prisons

Pour rendre concrets les deux avertissements qui précèdent, la pratique américaine de confier à des entreprises privées, cotées en Bourse, une partie de la gestion des prisons offre un exemple intéressant. Ainsi, quelque 264 prisons américaines sont gérées par des sociétés privées. Elles ne représentent que 7,8% du budget total de toutes les prisons américaines. En soi, on pourrait défendre cette politique en invoquant les avantages du secteur privé pour la prestation efficiente de services de cette nature. Cependant, si ces entreprises, comme c'est le cas aux États-Unis, deviennent des sociétés cotées en Bourse avec de multiples fonds de placement comme « propriétaires », alors la logique des marchés financiers s'imposera avec toutes ses conséquences particulièrement nocives et cruelles dans ces situations.

Comment un dirigeant d'une entreprise dans ce marché arrive-t-il à convaincre les analystes financiers de la valeur d'un placement dans son entreprise ? Comment les convainc-t-il d'une croissance soutenue du bénéfice par action ? Chaque trimestre, ce dirigeant doit faire face aux analystes et investisseurs pour plaider sa cause. « Le bénéfice par action du dernier trimestre a augmenté de X% par comparaison au même trimestre de l'année dernière et nous anticipons une croissance de Y% pour l'année prochaine en comparaison avec cette année. Cette croissance soutenue proviendra de... ». Le

dirigeant doit invoquer des raisons plausibles pour soutenir cette affirmation, comme celles-ci :

« Le rythme d’incarcération aux États-Unis augmente de X% chaque année et notre entreprise augmente sa part de ce marché. » « Un nouveau programme des autorités de l’immigration vise une détention allongée pour les immigrants illégaux, ce qui représente une excellente occasion de croissance des affaires pour notre entreprise. » Ces citations ne font que paraphraser les propos tenus par les dirigeants de la société **Corrections Corporation of America** lors de conférences avec les analystes financiers.

Pour cette société cotée en Bourse, maximiser la valeur pour les actionnaires signifie :

- a) Beaucoup d’emprisonnements pour assurer la croissance de l’entreprise
- b) Longues peines de prison sans remise en liberté conditionnelle ...pour stabiliser la trésorerie

Les dirigeants ont reçu de nombreuses options sur le titre pour bien aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires. Non seulement ont-ils un intérêt pécuniaire à tout faire pour que le bénéfice par action continue de croître mais s’ils devaient manquer de zeste et d’imagination dans la poursuite de cet objectif, ils seraient remerciés brutalement; même si un parachute « doré » devait amortir leur chute, leur valeur sur le *marché du talent* subirait une baisse dramatique.

Que ces dirigeants feraient-ils pour satisfaire aux attentes des « actionnaires » impatients et des spéculateurs avides de gains rapides? Leur éthique sera soumise aux pressions de leur propre fortune; *l’éthique n’est que la résistance des valeurs soumises aux pressions de l’intérêt personnel*. Les sommes en jeu pour ces dirigeants sont souvent énormes. Une baisse importante du cours du titre, parce que les investisseurs sont déçus ou ont perdu confiance, inflige aux dirigeants des pertes monétaires pénibles, parfois fait la différence entre une retraite somptueuse et un modeste train de vie.

Se pourraient-ils que les entreprises privées de gestion des prisons s’engagent dans un lobby discret, par groupes interposés, pour que les termes d’emprisonnement soient allongés et que les remises en liberté conditionnelle soient écartées du système? « Three strikes and out² » et des termes de prison fermes sans remise en liberté conditionnelle, qui font partie du cadre juridique américain, assurent une solide croissance du marché et une grande stabilité des flux financiers associés à chaque prisonnier!

² Une politique commandant qu’ à la troisième offense, un coupable soit condamné à la prison à vie, sans possibilité de remise en liberté conditionnelle!

Enfin, à la limite, pourrait-on soudoyer des juges pour qu'ils imposent des peines plus longues que celles méritées? En Pennsylvanie, au cours de 2009, deux juges furent condamnés pour avoir reçu \$2,6 millions de la part d'opérateurs de centres de détention privés pour avoir imposé des peines allongées à plus de 1 000 jeunes coupables de délits mineurs.

Ce ne sont pas tant les individus que nous blâmons pour ces comportements mais un système pervers de motivations et d'incitatifs. Évidemment, nul n'est tenu d'accepter un emploi pour une firme de gestion des prisons mais la même dynamique sournoise prévaut dans tous les secteurs économiques soumis aux mêmes impératifs des marchés financiers.

Nous attribuons à cette logique pernicieuse des marchés financiers la cause de la dernière crise financière ainsi que de celles qui l'ont précédée. Ce texte porte donc surtout sur les causes profondes des crises à répétition ainsi que sur les politiques à mettre en place pour restaurer un capitalisme industriel, un capitalisme fondé sur des valeurs morales, source de richesse et de prospérité pour toute la société.

Comme l'écrivait bellement Paul Soriano : « le changement fait habituellement son entrée dans les institutions en s'y introduisant par effraction ». La crise de 2007-2009 permettra peut-être que d'anciennes et de nouvelles valeurs pénètrent par effraction dans notre système économique.

LA TRANSFORMATION DES ENTREPRISES :

FINIE LA LOYAUTÉ, VIVE LES MARCHÉS !

Comment en sommes-nous arrivé à ce qu'un capitalisme financier remplace le capitalisme industriel? Quels sont les causes profondes de cette évolution? Comment notre système économique est-il passé d'un certain type d'entreprises, fait de relations de longue durée, de loyauté, d'engagement envers les parties prenantes à un modèle d'entreprises entièrement asservies aux marchés financiers.

Le modèle (périmé?) de loyauté mutuelle et de parties prenantes

Selon un mode de fonctionnement qui a longtemps été la norme pour les grandes entreprises (et que nous appelons le “modèle de loyauté mutuelle et de parties prenantes”), l’entreprise embauche son personnel à la sortie des études secondaires ou collégiales, investit dans sa formation et le socialise à ses valeurs et façons de faire (sa “culture”), lui fait acquérir une expérience des multiples facettes de ses activités.

L’entreprise évalue soigneusement le rendement des employés et leur accorde des promotions selon leur mérite. Leur rémunération est établie selon leur ancienneté et leur position hiérarchique, tout en tenant compte du contexte économique général. Tous les dirigeants de l’entreprise sont sortis de ses rangs. L’entreprise offre une certaine sécurité de l’emploi, parfois s’étendant à tous les employés et ce, jusqu’à l’âge de la retraite.

Les marchés financiers ont alors peu d’influence sur les décisions de la société dont la gouvernance est assumée par un conseil d’administration composé majoritairement de membres de la direction et de personnes affiliées à l’entreprise.

Ce modèle, naguère, la norme en Amérique du Nord, offrait une grande sécurité d’emploi et des perspectives de promotion jusqu’au plus haut niveau de la société, selon le talent et les compétences de chacun. En échange, la personne était profondément engagée envers l’entreprise; elle se sentait étroitement associée aux succès et aux déboires de celle-ci.

En misant sur une relation durable, sur une loyauté réciproque, et en investissant dans la formation et le développement de son personnel, l’entreprise accumulait graduellement une somme considérable d’habiletés, de connaissances tacites et d’apprentissages transmissibles qui constituaient de précieux actifs intangibles, appartenant en propre à l’entreprise. Ces actifs étaient source d’avantages concurrentiels durables parce qu’ils ne pouvaient être ni achetés ni facilement imités par les concurrents. En effet, ces actifs résident dans les cerveaux d’un personnel essentiellement inamovible. Les dirigeants toujours sortis du rang jouissaient d’une grande **crédibilité** et d’une grande **légitimité** auprès du personnel. Selon ce modèle, les cadres et les dirigeants sont peu connus à l’extérieur des frontières de leur entreprise.

L'entreprise investit des sommes importantes dans des programmes de formation pour élargir la base de connaissances des membres de son personnel et la mobilité de ces derniers entre les fonctions. Ainsi, elle s'assure d'une abondance de ressources capables de répondre à ses besoins.

Le **principal moteur de la motivation** réside dans la conviction partagée par tous les membres du personnel que leur entreprise est vulnérable à des phénomènes comme la concurrence et les humeurs des acheteurs, et que leur destin et celui de leur entreprise sont intimement liés. Évidemment, dans un tel contexte, la déconfiture de leur entreprise aurait des conséquences extrêmement pénibles pour tout le personnel, du point de vue tant économique que social. Ce sentiment d'être tous « dans le même bateau » se traduit par une motivation intrinsèque au haut rendement ainsi que par une volonté des pairs de contrôler et de punir les comportements opportunistes ou de tire-au-flanc (*free-rider*) chez leurs collègues de travail.

Le système de valeurs et toute la culture de l'organisation sont alors profondément influencés par cette contingence fondamentale qu'est la **nécessité collective de faire face aux sources de vulnérabilité** qui pèsent sur le destin de l'organisation. Lorsque cette vulnérabilité provient du marché, de la concurrence et des clients, tout le personnel est facilement mobilisé pour mieux servir le client et mieux répondre aux attentes du marché.

La rémunération totale des dirigeants ne varie que faiblement selon la performance économique de l'entreprise et maintient un rapport raisonnable aux rémunérations moyennes payées aux autres employés de l'entreprise (25 fois au cours des années 1970, 50 fois au cours des années 1980). Cette pratique stimule et protège un précieux sens d'équité au sein de la société, le sentiment d'être tous *dans le même bateau*.

Les dirigeants mettent l'accent sur le relèvement des compétences du personnel et sur les investissements à long terme pour les développements de technologies et de nouveaux produits. Le rendement à court terme pour les actionnaires n'est qu'une préoccupation parmi tant d'autres. Ceux-ci ont droit à un dividende qui augmente au gré des succès de l'entreprise ou en raison de l'inflation.

A cette époque, les entreprises se financent en bonne partie par le réinvestissement de leurs profits. Les dirigeants souscrivent au concept de *stakeholders*, ou « parties prenantes », c'est-à-dire qu'ils se donnent la responsabilité de conserver dans leur gestion un sain équilibre entre les intérêts du

personnel, des actionnaires, des clients et de la société en général. Les marchés financiers, et les actionnaires en particulier, exercent peu d'influence sur les décisions de la grande entreprise.

Le « modèle de loyauté mutuelle et de parties prenantes » émergea de la séparation graduelle de la propriété et du management, phénomène qui débute au cours des années 1930, mais prend toute sa force au cours des années 1950 à 1970.

Plusieurs auteurs ont noté le phénomène et en ont décrit le fonctionnement:

- Berle et Means (1932), Barnard (1938)
- Whyte (1956)
- Sloan (1963)
- Galbraith (1967)
- Drucker (1946, 1954, 1972)

La grande entreprise devient à cette époque une méritocratie institutionnelle. Ce mode de gestion est parfois décrit comme un « capitalisme de gestionnaires » (Managerial Capitalism)

Dans les meilleures circonstances, cet arrangement industriel a produit d'excellentes entreprises: par exemple la société IBM de 1960 à 1985, qui offre de bons produits, d'excellentes conditions d'emploi et un fort rendement aux actionnaires. De grandes institutions ont été construites sur ce modèle de gestion : Dupont, GE, GM et tant d'autres aux États-Unis ; Bell Canada, Alcan, les banques à charte canadiennes, Canadien Pacifique et tant d'autres au Canada.

Malgré ses attraits réels, la description idyllique de ce modèle de gestion pouvait cependant cacher des problèmes sérieux à l'usage. Il comportait des risques de bureaucratisation, d'inflexibilité, de prise de décision dans l'intérêt premier des dirigeants, et ainsi de suite. Les freins à la mobilité du personnel entre grandes firmes et la sécurité d'emploi à vie pouvaient faire en sorte que la personne se sente prisonnière dans une entreprise où, bien que traitée correctement d'un point de vue économique, elle y soit psychologiquement malheureuse, sans voie de sortie qui ne soit économiquement douloureuse. Cette période et ce type d'entreprise ont donné prise aux concepts de *man in the grey flannel suit* (Wilson, 1955), d'*organization man* (Whyte, 1956) et de technostucture (Galbraith, 1967), symboles de conformisme et de grisaille anonyme.

De même, la préoccupation des directions d'entreprises envers les multiples parties prenantes est apparue aux yeux de certains observateurs comme un subterfuge des hauts dirigeants des entreprises pour se donner ainsi toute liberté de dépenser et d'investir dans des projets qui augmentaient leur prestige ainsi que leur pouvoir, plutôt que de favoriser la performance économique de l'entreprise et la richesse des actionnaires.

Un changement de contexte

Pour un ensemble de raisons, cette combinaison de loyauté réciproque et de responsabilité envers les « parties prenantes », s'effrite graduellement depuis le début des années 1980. Les grandes entreprises américaines, les unes après les autres, ont répudié ce contrat psychologique, social et économique entre l'entreprise, son personnel, ses actionnaires et tous les autres commettants. Les « clauses » essentielles de ce contrat, l'équilibre des intérêts, la pérennité d'emploi, les promotions exclusivement internes et la très faible mobilité du personnel d'une entreprise vers une autre ont subi l'assaut de nouvelles réalités économiques et sociales.

Quelques textes académiques, parus au cours des années 1970, ont eu une influence considérable sur la suite des événements. Jensen et Meckling (1974) et autres proposaient que l'actionnaire, preneur de risques ultime, reprenne son rôle de mandant et exige que ses mandataires (les conseils d'administration et les dirigeants) place ses intérêts au premier rang et que la maximisation de la valeur pour les actionnaires devienne l'objectif premier pour les gestionnaires d'une entreprise.

Puisqu'à l'« évidence » (plutôt contestable), cela n'était pas le cas, les entreprises, selon cette *agency theory* (théorie des mandats), ont spolié la valeur des actionnaires par une gestion molle des coûts, une tendance aux dépenses somptuaires chez les membres de la direction ainsi que par des investissements et des acquisitions sans justification économique.

Cette vision du monde des entreprises a suscité un branle-bas de combat chez les gestionnaires de fonds d'investissement (caisses de retraite, fonds mutuels, etc.). Ceux-ci, alimentés par l'arrivée massive d'argent à investir, détenaient collectivement, à compter de 1985-1990, plus de 50% des actions des grandes entreprises (et en détiennent maintenant plus de 70%) et étaient eux-mêmes de plus en plus soumis à des pressions de performance et rémunérés sur la base de leur rendement. Au

même temps, au cours des années 1990, cédant aux pressions exercées par les fonds institutionnels, des personnes indépendantes de la direction deviennent majoritaires au sein des conseils d'administration.

Par ailleurs, au début des années 1980, de nouveaux acteurs ont fait leur apparition. Prétendant que le système de gouvernance des grandes entreprises était profondément vicié et qu'il ne pourrait être réformé par les exhortations des investisseurs institutionnels, ces acteurs, des firmes d'acquisition par emprunt (*leveraged buy-out* ou LBO), ont alors mis en branle une véritable révolution en «privatisant» des entreprises cotées en Bourse au moyen d'un endettement à la limite du tolérable (aidés en cela par l'innovation de Milken, les obligations pourries ou *junk bonds*).

Ces nouveaux « propriétaires » ont éliminé les conseils d'administration traditionnels, n'ont donné d'autre choix aux gestionnaires que de couper toutes les dépenses non essentielles pour servir et repayer cette énorme dette, ont offert à ces gestionnaires des incitatifs financiers extrêmement généreux, mais entièrement liés à leur réussite dans cette opération. Ce nouvel arrangement a produit, en effet (du moins au début), des augmentations considérables de la valeur de l'entreprise après ce traitement-choc.

Or, de toute évidence, ce traitement (la privatisation par endettement) ne pouvait être infligé à toutes les entreprises publiques. Cependant, puisqu'une bonne part des succès de ces opérations de LBO provenait des façons de récompenser les cadres et dirigeants, les investisseurs (et les dirigeants) ont estimé que de nouvelles formes de rémunération devraient être adoptées par l'entreprise cotée en Bourse. Par exemple, pourquoi ne pas augmenter spectaculairement la rémunération variable des hauts dirigeants et la relier directement à la création de valeur pour les actionnaires (mesurée par le prix de l'action)?

Ainsi motivés et mobilisés, les dirigeants prendraient toutes les mesures nécessaires, couperaient tous les coûts et investiraient avec sagacité, ayant comme seul objectif de maximiser l'intérêt des actionnaires. Un mouvement d'une grande force s'est alors mis en marche qui, en pratique, a éliminé complètement le modèle «loyauté et parties prenantes» pour le remplacer par un « **modèle d'entreprise soumise à trois marchés** »: le marché financier, le marché des biens et services, le marché du « talent », avec la création de valeur pour les actionnaires comme objectif premier.

Tout un ensemble de phénomènes se sont donc trouvés rassemblés pour détruire le vieil ordre des choses et établir un nouvel ordre où ces trois marchés distincts mais reliés entre eux imposent leurs règles et leurs impératifs à la gestion et la stratégie des entreprises.

Depuis le début des années 1980, sous l'impulsion de Reagan-Thatcher, la déréglementation de nombreuses industries, la privatisation des entreprises d'État et l'ouverture des marchés à la concurrence internationale ont bouleversé plusieurs secteurs économiques, forçant des ajustements pénibles et rapides pour éviter la déconfiture des entreprises dans ces secteurs. Les délocalisations des opérations vers des pays à faibles salaires, les rationalisations d'effectifs, etc. sont rendues obligatoires pour la survie de la société.

Au même temps, la pression des marchés financiers sur les dirigeants d'entreprises augmente; les actionnaires impatients veulent des rendements rapides; la décennie 1980-1990 marque la fin du modèle "parties prenantes" et son remplacement par le modèle « maximisation de la valeur aux actionnaires ». Les fonds institutionnels sont les actionnaires majoritaires des grandes entreprises et veulent être traités comme les propriétaires de l'entreprise.

Pour bien aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, les dirigeants reçoivent des rémunérations variables extrêmement généreuses à la condition de livrer un haut rendement aux actionnaires; sinon, leurs jours sont comptés.

Des fonds de spéculation (hedge funds), qui font leur apparition au cours des années 1995-2000, entourent les entreprises cotées en Bourse et les prennent d'assaut lorsque l'occasion de faire des profits rapides se présente.

Or, les impératifs de flexibilité, de mobilité stratégique et de performance financière qu'imposent les marchés de biens et services et les marchés financiers font en sorte que l'entreprise ne peut s'accommoder des contraintes de l'ancien contrat social et économique avec son personnel, comportant sécurité d'emploi et promotion exclusive à l'interne.

Soumises aux pressions des marchés financiers, les entreprises doivent ajuster rapidement leurs effectifs à la conjoncture économique. La dure récession de 1981-1982 a été un point tournant à cet égard, alors que beaucoup d'entreprises ont répudié leur engagement de sécurité d'emploi envers leurs cadres intermédiaires. Tous les cadres et les dirigeants ont alors compris que leur « sécurité

d'emploi » passait dorénavant par leur valeur sur le marché du « talent ». Cela a mené directement à l'émergence des « vedettes » et des « étoiles » comme dans le sport professionnel. Toutefois, ces vedettes étaient surtout remarquables par leur habilité à « créer de la valeur pour les actionnaires ».

Or, tous les ouvrages classiques sur la gestion des entreprises ne sont pertinents que dans le contexte de l'ancien contrat social et économique, fait de durée, de sécurité et de loyauté réciproque. Cela vaut également pour beaucoup d'ouvrages contemporains (voir, par exemple, Collins 2001, 2002), lesquels, curieusement, semblent présumer un ordre économique et social pourtant clairement révolu. Ce serait comme si un ouvrage publié en 2010 sur la gestion d'une équipe professionnelle de sport (par exemple le hockey, le baseball ou le soccer) présumait que ces équipes peuvent encore être gérées sur le modèle qui avait cours en 1960.

Vision économiste versus vision humaniste de la société

Sur un plan fondamental, philosophique presque, cette évolution, cette transition du « modèle de loyauté mutuelle et de parties prenantes » au « modèle à trois marchés », témoigne d'une opposition profonde entre deux conceptions de l'entreprise, de son rôle dans la société ainsi que de la forme de relation appropriée entre les personnes et leur entreprise.

Une conception « économiste »

Selon un courant de pensée issu du domaine des sciences économiques, la relation entre la personne et l'organisation est soumise aux contraintes, aux limites cognitives et aux calculs intéressés, caractéristiques du fonctionnement des êtres humains en milieu social. Selon cette perspective, le défi principal pour l'architecte et le dirigeant d'une organisation consiste à y établir les structures et les systèmes de gestion qui permettront d'atteindre un haut niveau de performance, et ce, malgré les limites cognitives et les propensions opportunistes des membres de l'organisation.

La conception « économiste » de la relation entre la personne et l'organisation recouvre d'autres courants théoriques, comme ceux postulant la concurrence permanente entre les individus, leur profond besoin de puissance et de domination, la primauté de l'intérêt individuel sur le bien-être de l'ensemble (Schelling, 1978), ou encore, la propension à tricher, à tirer profit gratuitement et de façon calculée du travail et du mérite des autres (*free-rider*).

Le champ de la finance et de l'économie se préoccupe au plus haut point de la relation entre mandants et mandataires ainsi que des coûts de mandat résultant de l'avantage d'information et d'expertise du mandataire sur son mandant, tout comme des comportements du mandataire qui seraient contraires aux intérêts du mandant (*moral hazard*) (Jensen et Meckling, 1976 ; Pratt et Zeckhauser, 1985 ; et autres).

Enfin, selon une conception plus positive, mais tout aussi « économique » dans son essence même, les membres de l'organisation, par leur talent, leur expérience et leur savoir-faire, constituent de précieuses ressources stratégiques qu'il faut pleinement utiliser, protéger de la concurrence et rémunérer selon les conditions d'un marché que l'entreprise souhaite aussi imparfait que possible (Barney, 1991; Dierickx et Cool, 1987, 1989 ; Wernerfelt, 1984 ; et autres).

Cette conception des rôles et des comportements des personnes en milieu organisationnel, si sombre ou froidement réaliste qu'elle puisse sembler, comporte néanmoins des enseignements précieux pour la gestion d'organisations complexes. Il ne fait aucun doute que toute organisation contient les germes en puissance des comportements décrits dans cette section.

Une conception « humaniste »

Les tenants d'une conception « humaniste » de l'organisation reprochent aux théoriciens de la conception « économiste » de présenter leurs modèles comme des lois ou des données générales, de faire le postulat qu'un certain système de valeurs foncièrement américain jouit d'une portée universelle. Cette vision « économiste » essentiellement américaine serait donc insensible au fait que les cultures des différentes nations sont fort variables quant aux types de comportements qu'elles encouragent et provoquent en milieu organisationnel.

La vision « économiste » de l'organisation ne serait pas une norme inéluctable. Elle serait le résultat de l'échec ou de l'incompétence à façonner une organisation qui mobilise la capacité et la volonté d'engagement, de solidarité, de coopération, de confiance et de loyauté que les personnes manifestent dès que l'on sait créer une culture organisationnelle propre à stimuler ces comportements.

Or, de toute évidence, certains présumés « humanistes » en ce qui a trait à la relation entre la personne et le système social auquel elle appartient ont contribué à la création de systèmes sociaux

oppressifs, dégénérés et profondément dysfonctionnels. L'échec monumental du socialisme a d'ailleurs été causé par la foi absurde de cette doctrine en l'émergence éventuelle d'un « nouvel homme » qui transcenderait et disciplinerait toutes ses pulsions opportunistes et ses calculs intéressés. Par contre, certains chantres du marché et de l'« économisme » souffrent d'un réductionnisme moral pernicieux. Ils semblent parfois oublier que les relations de marché et les comportements économiques doivent être enchâssés dans un système de valeurs civiques, lesquelles établissent les balises et les normes de l'activité économique. Adam Smith l'avait bien compris, lui qui est l'auteur d'un ouvrage qui est tout aussi important que *The Wealth of Nations*, mais moins bien connu : *The Theory of Moral Sentiments* (voir Muller, 1992).

Autant la conception « économiste » de l'organisation est formelle et réaliste, mais incomplète et incapable de saisir toute la richesse et la complexité de la vie en organisation, autant la conception « humaniste » est à maints égards anecdotique, utopique et anachronique, mais en même temps sensible au caractère affectif, émotif, voire passionnel de la relation entre la personne et l'organisation.

Selon les époques et les sociétés, les entreprises oscillent entre l'une et l'autre conception. À notre époque, le balancier s'est déplacé presque complètement vers la vision « économiste » de l'organisation. Pourrait-il se déplacer de nouveau vers une conception « humaniste » ? Cela est possible, mais nous en doutons fort pour les années à venir si on ne tire pas toutes les leçons de la dernière crise financière.

L'entreprise moderne qui œuvre dans un contexte de marché exigeant un haut degré de flexibilité et d'adaptation, et favorisant la mobilité professionnelle, doit trouver les arrangements qui définissent pour son lieu et son époque les conditions d'une association satisfaisante et mutuellement rentable.

Le défi pour le chef de l'entreprise moderne est de réconcilier ces conceptions « économiste » et « humaniste », de faire une synthèse des dimensions économiques et sociales, rationnelles et émotives qui caractérisent la relation entre les personnes et leur organisation, tout en tenant compte du « contexte » mobilité-vulnérabilité dans lequel son entreprise œuvre. Cela l'aidera à bien comprendre sa marge de manœuvre.

Le défi de l'entreprise moderne

Comment l'entreprise peut-elle créer une valeur économique durable dans un contexte de fortes pressions simultanées exercées sur elle par trois marchés distincts :

- le marché financier, impatient, impitoyable et demandant que les intérêts des actionnaires soient servis les premiers;
- le marché des biens et services, déréglementé et ouvert à la concurrence internationale ;
- le marché pour un « talent » maintenant mobile et à la recherche de sa pleine valeur économique où qu'elle se trouve ?

N'en doutons point, le dirigeant d'aujourd'hui et de demain devra trouver une réponse satisfaisante à cette question dans le contexte de son entreprise. Ce nouveau contexte est maintenant une réalité incontournable du fonctionnement de l'entreprise. ***Il nous semble toutefois que ce contexte, poussé à son paroxysme dans les sociétés cotées en Bourse avec un actionnariat de gestionnaires de fonds impatient de rendement à court terme, mène, au mieux, à un cul de sac, au pire, aux crises financières à répétition.***

Nous le répétons, si la pression de la concurrence sur les marchés de biens et services contribue à l'abaissement des prix au bénéfice des consommateurs, il faut laisser aux entreprises le temps et l'espace pour s'ajuster et mettre en place les stratégies qui conviennent. Or, la pression pour des rendements à court terme exercée par les marchés financiers s'avère, dans ces circonstances, néfaste pour la santé et la survie des entreprises.

Le retour intégral au modèle de loyauté mutuelle et de parties prenantes, même si cela peut sembler attrayant, n'est pas une option réaliste. La boîte de Pandore a été ouverte ; le dentifrice ne peut être remis dans le tube ! Il importe, au contraire, de définir les conditions d'un nouveau contrat économique et psychologique entre l'entreprise, ses dirigeants, son personnel et ses actionnaires. Nous en proposons une ébauche dans ce texte. A notre avis, cette réforme ne pourra réussir sans un changement fondamental dans les formes de propriété des entreprises ainsi que dans les modes de rémunération des dirigeants.

LES CAUSES PROFONDES DES CRISES FINANCIÈRES

Les causes rapprochées du dernier fiasco financier sont maintenant assez bien connues. Ce qui ne signifie pas, loin de là, que les mesures pour en éviter la répétition seront mises en place.

Aux États-Unis et ailleurs, les autorités politiques flairant le vent démocratique ajouteront un soupçon de réglementation, une pincée de contrôle au fonctionnement des marchés financiers. Toutefois, tout ce train de propositions de réformes ne vise pas les problèmes de fond qui ont produit cette crise financière ainsi que les fiascos antérieurs.

Pour comprendre de quoi il retourne, il faut jeter un regard au-delà de la crise récente, se poser la question : Qu'y a-t-il de commun à toutes ces crises ? Presque chaque fois, elles prennent leur envol aux États-Unis et font leurs pires ravages dans des entreprises typiques du système américain :

- *cotées en bourse, sans actionnaire de contrôle;*
- *« propriété » de centaines de fonds aux objectifs à court terme et d'actionnaires transitoires; l'augmentation **continue** du bénéfice par action devient un impératif, le moteur de la plus-value du titre;*
- *fidèles à la plus orthodoxe gouvernance avec des conseils peuplés très majoritairement de membres indépendants;*
- *gérés par des dirigeants mobiles, hautement rémunérés, surtout par des options sur le titre, pour travailler exclusivement pour ces « propriétaires »;*
- *encerclés par des fonds spéculatifs qui surveillent l'entreprise pour frapper à la moindre défaillance, à la moindre occasion d'en tirer un profit rapide.*

Les désastres financiers à répétition, la cupidité rampante, la gestion à courte vue des entreprises décrits dans ce texte prennent racines dans le modèle d'entreprise associé depuis les trente dernières années au capitalisme dit « anglo-saxon ».

Ces sociétés « modèles » sont des cibles faciles, ou des agneaux sacrificiels sur l'autel des marchés financiers et des opérateurs et spéculateurs de tout acabit. Les fonds spéculatifs vendent à découvert leurs actions et leurs dettes et sèment le doute sur l'état de santé de la société ; ou, encore, ils achètent leurs actions ainsi que des produits dérivés sur le titre et font pression sur les conseils

d'administration ou la direction pour que la société adopte des mesures de courte portée visant à pousser le prix du titre à la hausse.

Cette agitation boursière a grandement réduit la période de détention moyenne des actions. Aux États-Unis, cette période est passée de sept ans en moyenne au cours des années 1960, à deux ans en 1992 et à sept mois en 2006. Le Canada n'échappe pas à ce phénomène comme le montre le tableau suivant.

Période de détention moyenne des actions



Entreprises canadiennes	Période de détention moyenne
Bombardier (classe B)	12 mois
Banque Nationale	16 mois
Groupe CGI (classe A)	10 mois
Groupe Jean Coutu (classe A)	18 mois
Alimentation Couche-Tard (classe B)	13 mois
Alcan (avant l'offre d'achat)	6 mois

Source: Allaire, Y. et M. Firsirotu. « À qui appartient l'entreprise? ». *Revue Forces*, Juin 2007.

Sous la pression d'investisseurs institutionnels impatients et les attaques (réelles ou potentielles) de vendeurs à découvert et de fonds dits de couverture, la direction des sociétés, bien rémunérée au demeurant pour offrir peu de réticence, ne gère plus qu'à court terme et se consacre entièrement à des mesures visant à soutenir la croissance des bénéficiaires par action et du cours boursier. Incertains au sujet de leur propre avenir dans ce nouveau monde, les dirigeants des sociétés demandent et reçoivent prestement d'importantes rémunérations pour leur participation à ces mesures de « création de valeur pour les actionnaires ».

Ce modèle de détention de la propriété des entreprises a produit les fiascos répétés des vingt dernières années. **Cette espèce de sociétés ne doit pas constituer la norme, mais l'exception.** Les pays

qui prospéreront seront ceux où ce modèle sera peu répandu ou s'estompera peu à peu. Certains observateurs perspicaces de ce système ont relevé le rôle pernicieux joué par cette forme de propriété des entreprises. Henry Blodget, le controversé et notoire analyste de la bulle technologique, a observé de près ces phénomènes. Il écrit :

Il est facile de rendre responsable les PDG et les conseils d'administration de l'écroulement de Wall Street ; car, en effet, une bonne part du blâme leur revient. Mais une part du blâme revient aussi aux actionnaires et au modèle même d'entreprise faisant appel à l'épargne publique. (Atlantic Magazine, Décembre 2008).

Ce n'est pas un hasard si les sereins dans la mine de charbon que furent les Bear Stearns et Lehman Brothers s'étaient transformés, le premier en 1997 et le deuxième en 1994, de sociétés de professionnels qu'elles étaient depuis leur origine en entreprises cotées en bourse. Les deux ont disparu; les autres banques d'affaires, qui s'étaient également transformées en entreprises cotées en bourse, furent sauvées de justesse (Morgan Stanley, Goldman Sachs) par leurs amis à Washington.

Il ne fait pas de doute que si ces banques d'affaires avaient conservé la forme de sociétés de professionnels, les partenaires, avec leur fortune personnelle en jeu, n'auraient jamais permis que l'on prenne des risques pouvant mener à la déconfiture de leur société.

L'entreprise du modèle américain est soumise à la *logique implacable des marchés financiers* : Assurer une croissance soutenue du bénéfice par actions afin de faire augmenter le prix de l'action.

Des sociétés comme Countrywide Financial, Washington Mutual, New Century, Ameriquest se spécialisaient dans le prêt hypothécaire « *subprime* » pour emprunteurs financièrement fragiles. Ces prêts étaient regroupés puis vendus par les banques d'affaires à des investisseurs de par le monde. Étant des entreprises cotées en bourse, ces sociétés devaient obtempérer à l'impératif d'une augmentation continue du bénéfice par action. Décevoir les marchés financiers à cet égard mène à une chute de la valeur du titre, pénible occurrence pour les actionnaires...et les dirigeants bardés d'options, pouvant même mener à leur limogeage éventuel.

Or, puisque les profits de ces entreprises proviennent essentiellement des honoraires reçus pour leurs services et des profits sur la revente des hypothèques, comment peuvent-elles faire *croître* leurs profits de trimestre en trimestre ? *En augmentant le volume de prêts consentis d'un trimestre à l'autre* même si pour y arriver, il leur faut relâcher les contraintes et les normes de crédit les plus

élémentaires. À la limite, on en arrive à ce cas célèbre, possiblement apocryphe, du travailleur agricole mexicain qui ne parle pas anglais, qui gagne quelque \$14 000 par année et dont on finance le montant total de \$725 000 pour l'achat d'une maison en Californie.

Le tableau ci-après montre bien que tous les acteurs de la dernière crise, à l'exception des fonds de couverture, des caisses de retraite et de S&P, sont des entreprises cotées en bourse, soumises aux impératifs des marchés financiers.

▪

Fragments... Les joueurs au coeur de la récente crise financière

▪

Sub-Prime Originators	Lending « Banks »	Investment Banks	Sellers of Credit Default Swamp	Investors in Sub-Prime, CDO, MBS and others
Countrywide Financial	Bank of America	Lehman Brothers	AIG	Investments Banks
HSBC	Citigroup	Bear Stearns	MBIA	European Banks
Washington Mutual	Wachovia	Morgan Stanley	Ambac	American Banks
Wells Fargo Home Mortgage	Merrill Lynch Fannie Mae	Merrill Lynch	FGI	Hedge Funds
First Franklin Financial	Freddie Mac	Goldman Sachs	Hedge Funds	Pension Funds
New Century Financial				Credit rating agencies (Moody's, Standard & Poors)
Etc.	Tous, sauf les <i>hedge funds</i> , S&P et les caisses de retraite, sont des entreprises cotées en bourse, sans actionnaires significatifs!			

Les sociétés, asservies aux marchés financiers et faisant face à une concurrence féroce pour leurs biens et services, sont prêtes à recourir à tous les moyens stratégiques, tactiques ou financiers afin d'atteindre les rendements attendus par leurs actionnaires. Elles sous-traitent et délocalisent leurs opérations, réorganisent (« re-engineer ») leurs processus d'affaires. Elles étirent au maximum l'interprétation des règles comptables, adoptent tous les trucs financiers pour enjoliver leurs bilans et leurs résultats, rachètent leurs propres actions et augmentent leur ratio d'endettement. Elles procèdent à des acquisitions de concurrents ou fusionnent avec ceux-ci.

Elles concentrent leurs activités sur des secteurs moins soumis à la concurrence internationale. Elles font pression sur les gouvernements afin qu'ils assouplissent les exigences en matière de conditions de

travail pour leurs employés.

La haute direction est récompensée fastueusement, ou punie sévèrement, selon qu'elle a réussi, ou non, à composer avec toutes ces contingences. Soumis à cette méthode du bâton et de la carotte, les dirigeants deviennent des mercenaires et adoptent de plus en plus une approche à court terme.

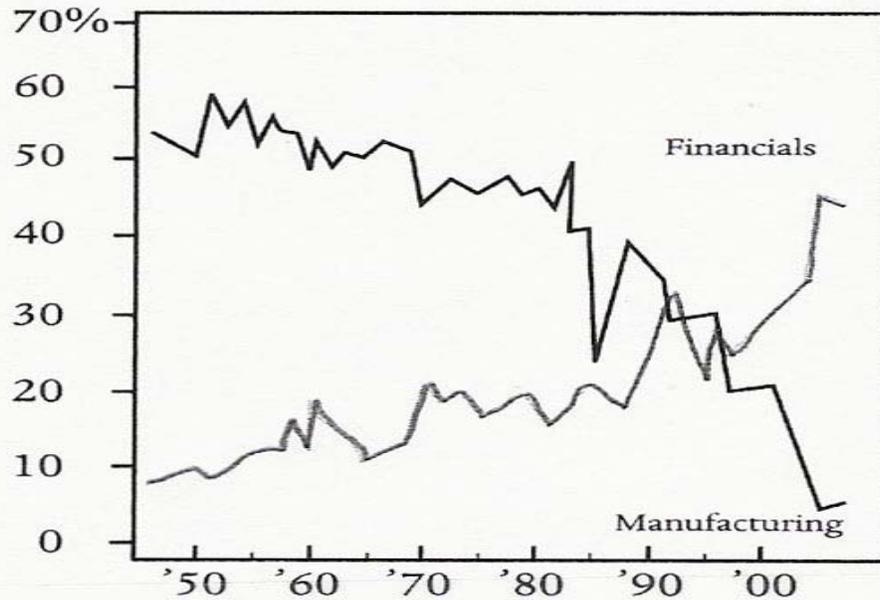
Les employés, ceux qui produisent et vendent les biens et services de l'entreprise, deviennent de véritables tampons devant absorber tous les coûts et les incertitudes des mesures prises par une haute direction qui est bien payée pour être au service exclusif des actionnaires. Un sentiment d'injustice et d'iniquité s'installe au sein de l'organisation, en mine le sens de solidarité et de loyauté. Un dangereux clivage se creuse entre les membres de la haute direction et les autres employés de la société.

Cette frénésie financière, et ses conséquences, est bien captée par la figure suivante montrant la part des profits totaux des entreprises américaines qui proviennent respectivement des firmes du secteur financier et des firmes du secteur manufacturier. Cette évolution trace un portrait éloquent de l'évolution de nos structures industrielles.

La part des profits du secteur financier reste inférieur à 20% jusqu'à la fin des années 1980, puis bondit pour atteindre quelque 45% en 2004. Le secteur manufacturier, qui représentait près de 60% des profits totaux au cours des années 1950, en arrive à ne plus représenter que 5% en 2004 !

Part respective des profits de l'industrie financière et de
l'industrie manufacturière (É.U. 1950-2004)

The Reversing Origins of U.S. Corporate Profits, 1950–2004



Source: Ray Dalio, Bridgewater Associates.

C'est ainsi que les sociétés, graduellement puis brutalement, sont devenues un lieu de montages financiers, une vaste Bourse d'échanges financiers, dont la fabrication de vrais produits a été en grande partie évacuée.

LA LOGIQUE DES MARCHÉS FINANCIERS

Tout au long des trente dernières années, les marchés financiers ont pris un ascendant pernicieux sur le fonctionnement des sociétés par actions cotées en bourse. Au fur et à mesure 1. que les fonds de placement de toute nature en sont devenus les actionnaires « majoritaires », 2. que les conseils d'administration furent peuplés en grande majorité, comme le veut l'orthodoxie de la gouvernance, par des membres indépendants, 3. que les dirigeants furent richement rémunérés, en grande partie par des options sur le titre de l'entreprise, alors les marchés boursiers et financiers devinrent la partie prenante dominante, parfois la seule qui compte.

Dans la suite de ces phénomènes, sont apparus des opérateurs financiers, comme les fonds de privatisation et les fonds de couverture; ceux-ci ont compris le lucratif potentiel de ces nouvelles circonstances et ont vigoureusement œuvré pour façonner un contexte réflexionnaire qui leur soit favorable. *L'entreprise cotée en bourses, sans actionnaire de contrôle, devint un vassal des marchés financiers.*

Ainsi, à titre d'exemple, que veulent donc ces fonds de couverture qui se donnent le rôle d'actionnaires activistes pour exercer des pressions sur les dirigeants d'entreprises ciblées? Voici ce que démontrent les recherches (Bratton, 2006 / Brav et al., 2007) à ce sujet :

Vendre ou privatiser la société (dans 33% à 36% des cas)

Vendre des parties de la société (dans 18% à 32% des cas)

Utiliser la trésorerie pour verser des dividendes spéciaux ou pour racheter les actions de la société (dans 20% à 36% des cas)

Changer la gouvernance, la direction ou la stratégie de la société (dans 30% à 45% des cas)

Adopter une stratégie de croissance (dans 1% à 2% des cas)

Toutes ces "demandes", sauf la dernière, ont pour objet de faire grimper rapidement, mais provisoirement, le prix du titre.

Les marchés financiers en sont venus à imposer leur logique du court terme, de croissance trimestrielle du bénéfice par action au même temps que les entreprises font face à une concurrence féroce sur les marchés pour leurs biens et services. Cette combinaison de pressions est néfaste pour la santé et la survie des entreprises.

Il nous faut insister sur ce point et en illustrer plus concrètement comment cette logique se manifeste dans l'univers inversé des marchés financiers « modernes ».

Nous le ferons en invoquant trois exemples de sociétés par actions qui ne sont pas des institutions financières mais qui partagent une certaine circonstance : d'abord, les sociétés canadiennes **Falconbridge** et **Inco** dont le sort fut décidé par les fonds de couverture américains; **France Télécom**, une société d'État privatisée (partiellement) par l'État français; enfin la société américaine (**Aetna**) qui œuvre dans un marché, celui de la vente d'assurances-maladie, qui n'existe pas ou prou dans les pays ayant mis en place des régimes universels de soins de santé; Les phénomènes qui s'y manifestent et que nous décrirons brièvement se trouvent décuplés dans les firmes du secteur financier.

Le destin de Falconbridge et d'Inco

Imaginons la scène... Début de l'été 2006, une salle de réunion dans un grand hôtel de New York, une quarantaine de personnes réunies pour écouter des dirigeants d'entreprises canadiennes plaider leur cause. Le sort de leurs entreprises est entre les mains de cette quarantaine d'« actionnaires », tous des gestionnaires de fonds de couverture (*hedge funds*).

Au podium, des dirigeants canadiens des sociétés Falconbridge et Inco tentent de convaincre l'auditoire des avantages d'une fusion de leurs entreprises afin de créer ainsi un joueur de stature mondiale dans leur industrie. Ces « actionnaires », qui, pour la plupart, ne détenaient pas une seule action dans ces entreprises trois mois plus tôt, ont maintenant le pouvoir ultime de décision.

C'est un « non » sans appel. Falconbridge deviendra la propriété d'un conglomérat anglo-suisse et Inco sera absorbé par une société brésilienne!

Ces gestionnaires de fonds de couverture américains ont fait une bonne affaire. Mais est-ce qu'une bonne affaire pour eux l'est aussi pour l'ensemble de la société canadienne ou pour les entreprises en jeu ? Rien n'est moins certain.

Profit à court terme

Pourquoi ces fonds de couverture ont-ils rejeté sans appel la proposition de fusion mise de l'avant par les deux entreprises? Pour une raison bien simple : pour la fusion proposée, les actionnaires de ces

deux entreprises recevraient en échange des actions de la nouvelle société dont le projet de fusion produirait des bénéfices sur une longue durée. Une telle proposition est sans intérêt pour ces « investisseurs », puisque toute leur rémunération, astronomique, est fondée sur des rendements rapides réalisés en espèces sonnantes.

Soyons concrets. Dès les premiers signes d'une possible fusion entre Inco et Falconbridge au début de mai 2006, les fonds de couverture amassent un grand nombre d'actions de l'une et l'autre entreprise, selon des méthodes qui minimisent l'effet sur le prix de ces titres (produits dérivés, etc.). Pour maximiser leur rendement et leur rémunération, il faut que les deux entreprises soient mises à l'encan et vendues rapidement à l'acheteur qui offre de payer le meilleur prix **comptant**.

Rémunération des gestionnaires de fonds

Sur la base des informations fragmentaires rendues publiques, calculons les rémunérations des gestionnaires des fonds de couverture qui ont participé à l'opération Falconbridge-Inco.

- Achat, collectivement, de 40 % des actions de **Falconbridge** à des prix variant entre 45 \$ et 55\$. La mise de fonds est de 7,5 milliards de dollars.
- Vente, le 15 août, de ces actions à 62,30 \$. Les recettes sont de 9,4 milliards de dollars, le profit de 1,9 milliards de dollars et le rendement de 25% en trois mois.
- La rémunération des gestionnaires de ces fonds est habituellement de 20% à 30% des profits réalisés. Ces quarante gestionnaires se partageront donc entre 380 \$ et 570 \$ millions pour avoir mené cette opération.

Mieux encore, on estime que ces mêmes fonds ont aussi accumulé près de 50% des actions d'**Inco**. Selon la même base de calcul et supposant que la transaction avec la société brésilienne est conclue au prix offert, ces mêmes gestionnaires recevront à ce seul titre entre 500 \$ et 700 \$ millions de rémunération en espèces.

Pour trois mois de dur labeur, pour le risque pris avec l'argent des autres et pour avoir réussi à mettre aux enchères deux entreprises dont l'intention première était de se fusionner, quelque quarante gestionnaires de fonds de couverture recevront en argent sonnante et rutilante, entre 900 millions et 1,3 milliards de dollars.

C'est en menant de telles opérations que l'on se retrouve dans la liste des 25 gestionnaires de fonds les mieux payés, dont la rémunération personnelle en 2007 a varié entre 360 millions et 3,5 milliards de dollars.

Il est grand temps de repenser certaines de nos pratiques en ce domaine. Elles ont été conçues à une autre époque, pour d'autres mœurs et coutumes de placement. Elles servent maintenant à conférer un vaste pouvoir économique à des intervenants qui n'ont aucun compte à rendre, sauf à leurs investisseurs. Leurs agissements non seulement incitent-ils à une gestion à court terme des entreprises mais encore peuvent changer et façonner toute la structure industrielle d'un pays.

Privatiser France Télécom

D'une société d'État, France Télécom devient en 1997 une firme cotée en Bourse avec 21% seulement des actions détenues par des actionnaires privés. Graduellement au fil des années, la part de l'État français se rétrécit pour finalement devenir minoritaire en 2004. L'État français détient maintenant 26,65% du capital. France Télécom devient également cotée (sous forme d'ADR) en Bourse de New York. Toutefois les **deux tiers** des 102,000 employés de FT ont le statut de *fonctionnaires* et donc ne peuvent être renvoyés.

La société France Télécom émet pour \$2,5 milliards de dettes obligataires en automne 2008. Le prospectus cite parmi les risques qu'elle encoure: « *Si France Télécom était incapable de réduire ses coûts, ses marges de rentabilité, sa position financière et ses résultats seraient affectés négativement* »

Les marchés boursiers et obligataires attendent donc de la direction un vigoureux programme de coupes d'effectifs. En conséquence, le conseil d'administration de France Télécom a mis en place un système de bonus semi-annuel pour le PDG et autres dirigeants : *leur bonus est lié à la croissance des revenus sur une base comparative ainsi que sur un indicateur de **croissance organique de la trésorerie***. En clair, la haute direction sera récompensée si elle trouve les moyens de réduire les coûts malgré les engagements de la société envers la sécurité d'emploi du personnel.

Les marchés boursiers sont en attente des résultats de ces efforts de la direction, comme le montre la figure ci-dessous.

Évolution du titre de France Télécom depuis son entrée en Bourse



Comment faire pour satisfaire aux attentes des marchés financiers, pour réduire les coûts dans un contexte de personnel fonctionnarisé ? Il faut mettre en place des programmes qui rendront les conditions de travail si éprouvantes que plusieurs quitteront l'entreprise de leur gré : par exemple, des rétrogradations humiliantes ; des réaffectations demandant une relocalisation perturbante pour les ménages à double travailleur ; l'affichage des performances individualisées comparées, etc.

Depuis 24 mois (jusqu'en novembre 2009), **32 employés se sont suicidés**, donnant souvent comme raison dans leur dernier écrit les conditions de travail chez France Télécom : les pressions constantes, les changements d'affectation, les déplacements géographiques, les réductions de responsabilité, etc. visant à provoquer des départs « volontaires ». Voici ce qu'écrit un employé de Marseille avant de se suicider :

Je me suicide à cause de mon travail à France Télécom. C'est la seule cause. Urgence permanente, surcharge de travail, absence de formation, désorganisation totale de l'entreprise. Management par la terreur !

*Cela m'a totalement désorganisé et perturbé. Je suis devenu une épave, il vaut mieux en finir. (...)
J'insiste là-dessus, c'est bien le travail qui a provoqué ça et donc c'est France Télécom qui est responsable de mon suicide.*

(Le souligné est de l'auteur de cette note)

Le 20 octobre 2009, le vice-président exécutif de la société, que les syndicats considèrent comme le maître d'œuvre de ces mesures, est contraint de démissionner ; les restructurations et autres mesures sont suspendues jusqu'à nouvel ordre. Pourtant, les dirigeants de France Télécom ne faisaient que leur boulot : faire en sorte de satisfaire aux attentes de leur principale partie prenante, les marchés financiers !

Gérer les soins de santé au privé : la société Aetna

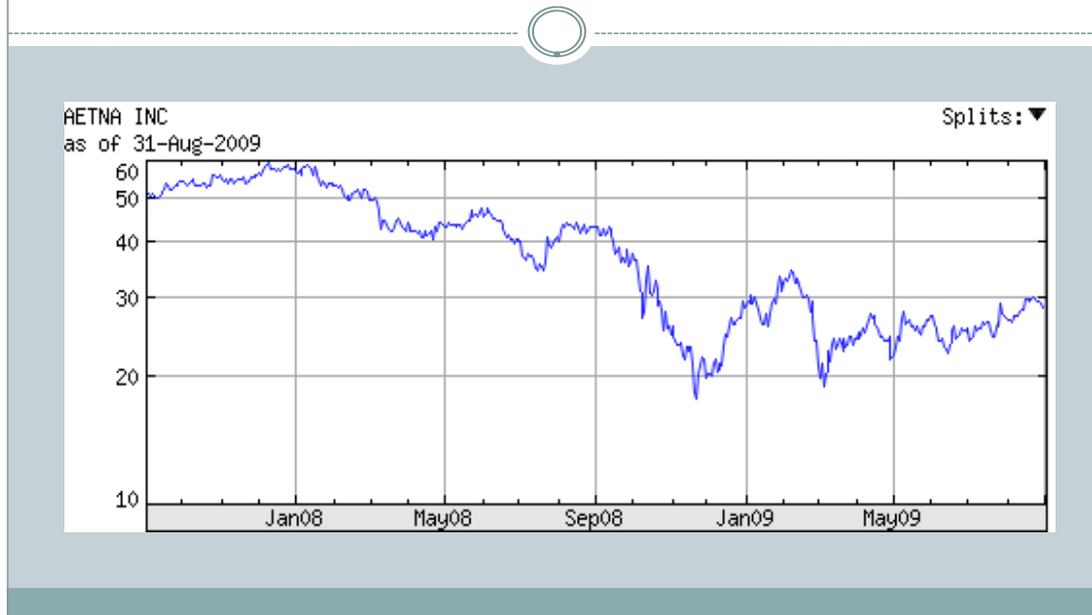
La société américaine **Aetna** dont l'activité principale consiste à vendre de l'assurance pour couvrir les frais médicaux doit composer en 2009 avec l'idée saugrenue du nouveau président américain de mener une réforme du système de santé américain.

La figure suivante montre l'évolution du titre de cette entreprise en 2008 au fur et à mesure que les perspectives d'une victoire démocrate et, par conséquent, d'une réforme du système de santé s'affermissent. De son sommet en janvier 2008, le titre a perdu les deux tiers de sa valeur au moment de l'élection de Barack Obama à la présidence des États-Unis en novembre 2008. La remontée modeste du titre après l'élection de novembre 2008 témoigne du sentiment que la crise financière et la récession économique devraient reléguer au deuxième plan, sinon aux oubliettes, les projets de réforme du système de santé américain.

Or, en février 2009, le président Obama annonce son intention de pousser le Congrès à adopter une réforme fondamentale du système de santé *avant la fin de l'été*. Le titre d'Aetna (et de toutes les entreprises de cette industrie) chute de nouveau et revient au nadir atteint en novembre 2008.

Puis, le projet de réforme s'enlise; l'opposition est farouche, bien organisée et bien financée. Les marchés financiers en viennent à estimer que toute réforme éventuellement adoptée n'aura pas les effets négatifs appréhendés au départ.

Aetna : Performance du titre au cours des deux dernières années



Les enjeux sont importants, non seulement pour les investisseurs mais également et surtout pour les dirigeants dont toute la fortune est en jeu. Le tableau ci-après montre l'impact des fluctuations de la valeur du titre sur la valeur boursière de l'entreprise et sur la valeur des options du PDG.

Alors que le PDG, M. Williams, âgé de 59 ans, jouissait, sur papier, d'une fortune de \$250 millions en janvier 2008, il en était réduit à un maigre \$32 millions en novembre 2008. Que doit-il faire, qu'est-il prêt à faire pour que le titre d'Aetna revienne aux valeurs de janvier 2008?

Aetna (propriété: 525 fonds détiennent 91% des actions) Impact du prix du titre

	Prix du titre (\$ US)	Valeur boursière	Valeur des options du PDG*
Janvier 2008	60 \$	24 milliards \$	250 millions \$
Nov. 2008	20 \$	8 milliard \$	32,5 millions \$
Sept. 2009	28,50 \$	11,4 milliards \$	69,9 millions \$

© Tirée et adaptée du livre: *Black Markets and Business Blues*
Par Ivan Allaire et Mihaela Firsirotu

* Ronald Williams, 59 ans

Pour établir la rémunération variable des dirigeants, le conseil d'administration d'Aetna, *exemplaire en cela*, a lié celle-ci à des mesures précises et quantitatives de performance. Ce sont justement celles que les marchés financiers suivent et scrutent pour décider de la valeur du titre. Les investisseurs sont heureux de ce programme de rémunération variable qui les assure que la direction ne travaillera que pour la création de valeur à court terme pour eux. Les gardes-chiourme de la gouvernance en félicitent le conseil d'administration.

Non seulement la direction d'Aetna doit-elle bien faire mais elle doit, pour se mériter de hautes rémunérations variables, *faire mieux que les autres entreprises du domaine!* Placez-vous dans les souliers de M. William et ses collègues de la direction. Nous sommes des gens ambitieux, âpres au gain. Nous ne sommes pas des Bénédictins. Le quantum de notre rémunération représente le score de la partie, une mesure de notre réussite.

Quelles mesures et plans d'action devrions-nous mettre en place pour atteindre la performance qui nous donnera droit à de riches bonus et qui augmentera la valeur de nos options ? Comment comprimer le « medical benefit ratio » plus que nos concurrents; comment produire une croissance continue, trimestre après trimestre, du bénéfice par action? Comment contribuer à orienter les velléités de réforme du Président Obama et du Congrès américain dans une direction conforme à nos intérêts ?

Quelle que soit la valeur putative de laisser aux marchés privés la dispensation des services d'assurance santé, les marchés financiers à notre époque y imposent une logique implacable souvent contraire à l'intérêt public. Est-ce ainsi que les sociétés veulent vivre, soumises aux impératifs des marchés financiers ?

Il n'est pas notre propos dans ce texte d'établir s'il est judicieux ou non de soumettre aux lois du marché telle ou telle activité qui dans d'autres pays relève strictement du domaine public. Notre argument se limite à ceci : dans l'univers économique contemporain, lorsque l'on fait le choix de « privatiser » une entreprise, un bien ou un service, *ce ne sont pas les lois du marché de biens et services qui vont donner le ton à sa gestion mais la logique des marchés financiers qui imposera sa loi.*

VERS UN NOUVEAU CAPITALISME...?

If capitalisms are to be successful in the 21st century they are likely to be quite different from the models we are familiar with. **Hyman Minsky**, 1993

We cannot rebuild this economy on the same pile of sand. **President Obama**

Capitalism can give us the best of all possible worlds, but it does so only on a playing field where the government sets the rules and acts as referee. **George A. Akerlof and Robert J. Shiller**, *Animal Spirits* (2008)

Des esprits sobres et pondérés le disent. Le capitalisme financier, tel que pratiqué au cours des 20 dernières années, doit changer. Durant la Grande Dépression des années 1930 un capitalisme moribond fut sauvé par l'intervention des gouvernements. Les gouvernements ont alors garanti les dépôts bancaires et simplifié le système financier. La loi *Glass-Steagall* fut adoptée en 1933 pour encadrer tout le système financier, établissant une partition étanche entre les banques, les courtiers en valeurs mobilières, les assureurs, les banques d'affaires interdisant aux membres d'un groupe d'offrir des services appartenant aux membres d'un autre groupe.

Les pratiques spéculatives des opérateurs boursiers ont été limitées, les sociétés qui ont recours à l'épargne publique en s'inscrivant en Bourse ont dû divulguer toute l'information pertinente aux investisseurs. La surveillance des marchés financiers fut confiée à la toute nouvelle *Securities and Exchange Commission* (Commission des valeurs mobilières américaine). Un capitalisme industriel s'imposa; les financiers y jouèrent le rôle de second plan qui devrait être le leur.

Nous y sommes à nouveau. Une nouvelle forme de capitalisme doit émerger des ruines du capitalisme financier; ce capitalisme en sera un de producteurs, un capitalisme qui incite les entreprises à gérer pour le long terme, à rétablir au sein des entreprises une certaine loyauté réciproque entre la direction et les employés, une plus grande équité salariale, un sentiment d'être tous dans le même bateau. Ce capitalisme récompensera hautement ceux qui contribuent vraiment au mieux-être économique de la

société. Ce capitalisme donnera aux intervenants financiers la place modeste qui leur revient. Les spéculateurs de tout acabit y seront encadrés par une réglementation serrée; les caisses de retraite ne pourront soutenir de leurs immenses fonds les activités de ces spéculateurs.

Ce capitalisme reposera sur de nouvelles formes de propriétés des entreprises et de rémunérations des dirigeants, lesquelles donneront des assurances de stabilité de propriété, permettront aux dirigeants de gérer l'entreprise selon une vision et des plans à long terme et favoriseront l'émergence du sentiment de solidarité, de confiance réciproque et de respect mutuel si essentiels au bon fonctionnement des organisations.

Ce capitalisme ne sera pas le résultat que de mesures prises par les gouvernements et leurs agences. Il repose également et essentiellement sur les comportements des dirigeants d'entreprises. Ceux-ci doivent faire preuve d'un leadership avisé, d'un engagement envers tous les employés, de respect pour les diverses parties prenantes à l'entreprise (actionnaires, employés, clients, fournisseurs, collectivités locales, etc.). Les rémunérations doivent être équitables et contribuer à conserver le précieux sentiment d'être tous dans le même bateau. Ne serait-il pas approprié lorsque son entreprise doit mettre à pied des milliers de travailleurs en raison de conditions économiques difficiles que le PDG, de son gré, refuse tout bonus tant que l'entreprise n'aura pas surmonté ses difficultés?

Bien sûr, il ne s'agit pas de revenir au modèle de loyauté/parties prenantes des années 1950-1980. À notre époque, les marchés de biens et services sont devenus hautement concurrentiels, ouverts aux entreprises du monde entier. Les entreprises ont besoin de temps pour s'adapter, innover, mettre en place les stratégies pour assurer leur avenir. Les entreprises qui n'arrivent pas à relever les défis de la concurrence, lorsque celle-ci est équitable, disparaîtront comme il en va dans toute économie saine.

Toutefois, les marchés financiers ne doivent pas exercer des pressions de rendement à court terme sur les entreprises au même temps que celles-ci doivent lutter d'arrache pied pour composer avec la dure concurrence pour leurs biens et services. La transformation du système économique doit s'assurer de préserver les bienfaits de l'économie de marché et de la libre entreprise tout en favorisant, cependant, le développement d'un nouveau type de gestion privilégiant le long terme et l'émergence d'un certain degré de réciprocité, de loyauté et confiance mutuelle au sein de l'entreprise. Nous devons reconstruire dans les organisations et les sociétés le **capital social** qui a été sauvagement dilapidé au cours des années de capitalisme financier.

EN GUISE DE CONCLUSION

Maintenant que le modèle américain, dominant depuis au moins la chute du mur de Berlin, adulé et imité presque partout, a perdu de son lustre, les autres pays peuvent, et doivent, choisir de se donner les règles et les institutions économiques qui leur conviennent même si cela va à l'encontre du modèle américain qui a prévalu au cours des dernières années.

Au Canada par comparaison aux États-Unis, l'appareillage de surveillance des banques, la solidité de celles-ci en raison de leur vaste réseau d'épargnants, l'endettement modéré des ménages, la quasi-absence de prêts dits « *subprime* », le plus grand nombre d'entreprises comptant des actionnaires substantiels, l'inégalité moindre des revenus, une plus grande mobilité et solidarité sociales ont façonné un contexte économique bien propre au Canada qui lui a fait résister mieux que la plupart des autres pays à la tornade financière des années 2007-2009.

Cependant, durant les années d'euphorie et de domination du modèle américain de l'entreprise, le Canada fut soumis à de fortes pressions, tant internes qu'externes, pour ajuster son modèle au modèle américain, l'étalon d'or, semblait-il, en matières économiques et financières. Le même phénomène s'est produit en Europe continentale. À Ottawa, Bruxelles, Paris, Berlin, Londres, des politiciens et des idéologues écoutés des gouvernements ont tenté de convaincre leurs gouvernements et leurs sociétés des bienfaits et avantages d'imiter le modèle américain de l'entreprise et, plus largement, de société. Cette conception de la société et de l'économie a perdu son attrait pour l'instant (en 2009), d'où l'occasion pour les gouvernements et leurs agences d'agir vigoureusement afin de promouvoir un nouveau genre de capitalisme.

Les gouvernements doivent encourager, protéger et appuyer de nouvelles formes de propriété d'entreprise. Le développement de ces formes alternatives de détention de la propriété des entreprises constitue une condition nécessaire à une gestion à long terme des entreprises ainsi qu'à l'émergence des valeurs de confiance mutuelle, de réciprocité et de loyauté essentielles à la survie des organisations. Pour que ces valeurs puissent émerger, croître et se développer, nous croyons que la délicate question de la rémunération des dirigeants doit aussi être résolue.

Nos propositions appellent à une action plus vigoureuse de l'État que nous ne l'aurions souhaitée. Dans de nombreuses circonstances, les acteurs du système, pris par sa logique inextricable, ne peuvent

s'en distancer malgré les réserves et les craintes que le système leur inspire. Du moins, ils ne le peuvent sans subir des coûts personnels considérables.

Quelques héros et saints mis à part, les acteurs dans un système financier vicié et périlleux ne peuvent modifier leurs comportements que si tous les autres le font simultanément. Dans l'univers des sociétés cotées en Bourse dont les actions sont détenues par un grand nombre de fonds, les entreprises ne peuvent se soustraire, sans impunité, aux *diktats* des marchés financiers. Les gouvernements se doivent d'agir. Seul l'État peut dans ces conditions imposer un changement simultané, instituer de nouvelles règles du jeu qui placeront tous les joueurs sur un même pied, créeront de nouvelles normes de comportements et susciteront les changements nécessaires à la survie du système.

En ce moment (automne 2009), les gouvernements des pays développés (les membres du G20 certainement) ont une certaine marge de manœuvre, marge qui se résorbe rapidement, pour effectuer des changements importants avant que les maestros de la finance, quelque peu déstabilisés pendant un temps, ne recouvrent leurs esprits et leur morgue. Au premier chef, *les États-Unis tireront-ils les leçons qui s'imposent et adopteront-ils des arrangements réglementaires et économiques vraiment différents. On peut en douter.*

Au fur et à mesure que la crise de 2007 – 2009 se résorbera à la faveur d'un certain resserrement de la réglementation, *il est bien possible, même probable, que les causes fondamentales des fiascos financiers ne soient pas corrigées.* Alors, il vaut mieux se préparer à la prochaine débâcle, bulle ou crise qui surviendra d'ici quelques années.

