



CLASSIQUES
GARNIER

PÉREZ (Roland), « Réflexions sur la financiarisation des stratégies des entreprises », in LEVANT (Yves) (dir.), *Histoire, management et société. Mélanges en l'honneur d'Henri Zimnovitch*, p. 471-491

DOI : [10.48611/isbn.978-2-406-12989-9.p.0471](https://doi.org/10.48611/isbn.978-2-406-12989-9.p.0471)

La diffusion ou la divulgation de ce document et de son contenu via Internet ou tout autre moyen de communication ne sont pas autorisées hormis dans un cadre privé.

© 2022. Classiques Garnier, Paris.
Reproduction et traduction, même partielles, interdites.
Tous droits réservés pour tous les pays.

PÉREZ (Roland), « Réflexions sur la financiarisation des stratégies des entreprises »

RÉSUMÉ – La durée permet de constater des changements qui ne relèvent pas de variations conjoncturelles, mais expriment les évolutions profondes. L'évolution du monde contemporain (débat sociaux, risques écologiques...) appelle à une prise en compte croissante des relations avec les différentes parties prenantes, au-delà des seuls actionnaires.

MOTS-CLÉS – Marché, société, bourse, contemporain, stratégique

RÉFLEXIONS SUR LA FINANCIARISATION DES STRATÉGIES DES ENTREPRISES

Le débat public est propice aux déclarations péremptoires qui tendent à remplacer une analyse argumentée. Ainsi, des slogans sur « la tyrannie du marché » ou sur « l'ennemi, c'est la finance » ont pu être opposés au dogme du marché autorégulateur. Pour autant, il paraît possible et souhaitable d'apporter une appréciation distanciée sur des phénomènes économiques et sociétaux, dès lors que ceux-ci peuvent être observés sur une période suffisamment longue pour constater des changements qui ne relèvent pas de variations conjoncturelles, mais qui expriment les évolutions de ces « forces profondes » évoquées par F. Braudel (1958). Cela est le cas du phénomène qualifié de « financiarisation », lequel touche, à des degrés divers, tant le monde économique *stricto sensu* que, plus globalement, les sociétés humaines contemporaines. Dans le présent exposé, nous nous limiterons au seul niveau de la vie des entreprises, et, plus spécifiquement, celle des grandes entreprises, lesquelles, pour la plupart d'entre elles, sont cotées en Bourse.

Pour répondre à la question que nous posons – à savoir : les stratégies des entreprises, notamment celles des plus grandes, sont-elles plus financiarisées qu'autrefois ? –, nous nous appuierons sur des évolutions constatées sur plusieurs décennies concernant les solutions apportées à quelques enjeux stratégiques majeurs.

LES ENJEUX EN MATIÈRE D'ACTIVITÉS

Ces enjeux concernent les activités caractérisant l'objet social de l'entreprise, au niveau ontologique de sa « raison d'être », pour employer

le terme récemment proposé (rapport Notat-Senard, loi Pacte), et, plus prosaïquement, pour ce qui est des contenus : quelles sont les activités que l'entreprise doit garder et, si possible, développer ? Quelles sont, en revanche, celles qu'elle doit abandonner ou faire exécuter par d'autres entités ?

Ces questions recourent deux positionnements stratégiques distincts, portant l'un sur le « périmètre » du portefeuille d'activités, l'autre sur le degré d'intégration de chacune d'entre elles.

DES CONGLOMÉRATS AUX *PURE PLAYERS* :
DIVERSIFICATION *VERSUS* SPÉCIALISATION.
QUI DOIT PORTER LE RISQUE LIÉ AUX ACTIVITÉS ?

La question posée est ancienne et remonte aux choix que devaient faire les paysans confrontés, avant même le risque de marché, aux aléas climatiques sur leurs activités agricoles. Le choix pour la polyculture plutôt qu'une monoculture, apparemment plus rémunératrice, faisait écho à l'adage populaire recommandant de « ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier ». Au niveau des entreprises industrielles et commerciales, la question a pu se poser en termes presque comparables : « *Diversification must pay* », disait I. Ansoff (1965), l'un des maîtres fondateurs de l'analyse stratégique. On en comprend aisément la portée : une entreprise diversifiée, mettant en œuvre plusieurs couples de produits-marchés, pourra, plus facilement que des firmes spécialisées, faire face aux aléas de la vie des affaires. La diversification diminue les risques, c'est incontestable¹.

De ce fait, nombre d'entreprises, notamment parmi les plus grandes, ont tenu à se diversifier, tant en matière de produits que de marchés, surtout lorsque les nouvelles activités présentaient quelques synergies (un « *common thread* », disait Ansoff) avec celles actuellement exercées. Certaines d'entre elles sont même allées plus loin, rassemblant des activités les plus diverses, sans lien entre elles, dans des groupes dénommés conglomérats. Les actionnaires de ces grandes firmes, surtout les actionnaires individuels, n'étaient pas forcément mécontents de cette situation qui leur épargnait des soucis de gestion de leur portefeuille, les actions détenues de groupes très diversifiés en faisant office pour l'essentiel.

1 Une démonstration classique peut en être fournie en termes probabilistes : si le risque de chaque activité est représenté par la variance d'un indicateur de performance, la variance d'un portefeuille regroupant plusieurs activités sera inférieure à la somme des variances (Markowitz, 1952).

La situation a changé radicalement avec l'institutionnalisation de l'épargne des ménages, notamment aux USA. La montée en puissance des fonds d'investissement, notamment des fonds de retraites salariales², a modifié drastiquement la relation entre entreprises et épargnants en la professionnalisant davantage : les responsables d'entreprises n'ont plus à faire seulement à des actionnaires isolés de type *Scottish Widows*, mais à des analystes financiers expérimentés. On est passé ainsi d'une relation *B to C* (*Business to Consumer*) à une relation *B to B* (*Business to Business*).

Ce rééquilibrage des acteurs en matière de puissance et de compétences a reposé la question de la diversification comme vecteur de réduction du risque. Les représentants des institutions financières ne contestent pas cet effet bénéfique de la diversification ; au contraire, cette loi statistique leur paraît inhérente à leurs activités de gestion, et, pour cette raison, ils la revendiquent pour eux-mêmes. En clair, ils disent aux responsables des entreprises dans lesquelles ils investissent de ne pas se disperser en menant de front diverses activités, mais plutôt de se concentrer sur celles pour lesquelles ils seront les meilleurs, s'agissant de rentabilité actuelle ou potentielle. En revanche, les fonds d'investissement feront leur affaire de la sélection des placements financiers à effectuer et de leur souhaitable diversification.

Cette évolution marquant le « retour de l'actionnaire » a pu être constatée à la fin du siècle dernier, tout d'abord dans les pays anglo-saxons, puis dans d'autres pays européens. Cela s'est traduit par des comportements beaucoup plus attentifs, voire pressants, de la part des gestionnaires des fonds d'investissement vis-à-vis des sociétés dont ils sont actionnaires.

Ainsi, lors des réunions périodiques entre managers d'un groupe diversifié et analystes financiers, la question rituelle qui est posée par les seconds aux premiers, après présentation des performances comparées des différentes activités du groupe, consiste à leur demander pourquoi garder celles qui sont les moins performantes. Sauf à ce que les managers puissent prouver que ces activités sont nécessaires, voire indispensables à l'ensemble du groupe et/ou qu'elles représentent un potentiel de développement, gage de performances futures, la pression sera forte pour les inciter à les abandonner. Cette contraction du périmètre du portefeuille d'activités aura un effet positif mécanique sur les performances du groupe,

2 Ces *pensions funds* peuvent être amenés à gérer des sommes considérables, exprimées en centaines de milliards de dollars (par exemple : le fonds Calpers gérant les retraites des personnels de l'État de Californie, USA).

les indicateurs de performance augmentant – en valeur moyenne – du fait de l'abandon des éléments les moins performants.

Il n'y a pas de raison *a priori* pour qu'une telle pression ne se renouvelle pas l'exercice suivant, amenant les entreprises diversifiées à réduire progressivement leur périmètre d'activités, soit par abandon des activités considérées comme périphériques, soit par scission (*spin off*) entre deux activités majeures, chacune d'entre elles devenant une firme totalement spécialisée, dite « *pure player* ».

A contrario, les analystes financiers auront tendance à noter négativement les groupes diversifiés récalcitrants, position défavorable s'appliquant *a fortiori* aux conglomérats et provoquant ce que les praticiens appellent « la décote des conglomérats ».

DES EMPIRES INDUSTRIELS AUX *FABLES* –
 INTÉGRATION *VERSUS* EXTERNALISATION.
 FAIRE OU FAIRE FAIRE : QUI DOIT PRODUIRE ?

La question stratégique posée ici se rapproche de la précédente et la prolonge en s'en distinguant dans la mesure où elle ne concerne pas le périmètre du portefeuille d'activités mais le degré d'intégration de celles-ci. Là également, la situation a considérablement évolué depuis plusieurs dizaines d'années, voire au-delà.

Pendant longtemps, l'ambition de tout responsable d'entreprise, en particulier lorsqu'il s'agissait du fondateur, a été d'être à la tête d'une entité qui soit leader dans son activité de référence, dominant parfaitement sa filière professionnelle, depuis les sources d'approvisionnement jusqu'aux circuits de distribution en passant par les process de production, les technologies mises en œuvre et les compétences requises. Ainsi, ont émergé, depuis la première révolution industrielle à la fin du XVIII^e siècle, puis avec celles qui ont suivi tout au long des XIX^e et XX^e siècles, des firmes-empires devenues des acteurs majeurs dans leurs filières de production respectives dont elles avaient intégré les différentes composantes : « de la mine à l'usine » pour les maîtres des forges (les Krupp et Thyssen en Allemagne, les Wendel en France...), « du puits à la pompe » pour les majors pétroliers (Esso, Shell, BP, Total...).

Sur le plan structurel, ces stratégies d'intégration se traduisaient souvent par une organisation centralisée fondée sur les grandes fonctions managériales (achats, production, ventes, personnels, finances...), avec des modalités de gestion qui pouvaient se comparer à celles existant dans le

domaine d'autres institutions hiérarchisées, notamment l'armée. Ainsi, en France, une grande école militaire comme Polytechnique constituait un vivier privilégié pour ce type de recrutement.

C'est cette orientation générale vers de grandes unités intégrées avec leurs modalités d'organisation et de gestion centralisées qui a été progressivement mise en cause et remplacée par une autre, différente, parfois diamétralement opposée. Plusieurs facteurs expliquent cette évolution. Les plus importants nous paraissent liés, d'une part, aux nouvelles innovations technologiques – notamment la révolution numérique, qui déstructure les filières traditionnelles – et, d'autre part, aux effets accrus de la mondialisation, qui s'ajoutent au point précédent pour bouleverser les modèles économiques des firmes concernées, obligeant ces dernières à s'adapter en permanence, tant en termes d'objectifs que d'organisation.

Dans ce nouveau contexte, la pression exercée par les fonds d'investissement, dans leur nouvelle relation *B to B* mentionnée *supra*, constitue un troisième facteur de changement, se conjuguant aux deux précédents pour amener les responsables des grandes firmes intégrées à revoir leurs stratégies en matière de positionnement, de structure et de modalités de gestion.

La même démarche des analystes financiers, interrogeant les managers d'un groupe diversifié sur le maintien de son périmètre d'activités et les invitant à se spécialiser sur les plus rentables d'entre elles, se poursuit, mais cette fois sur l'organisation de ces activités. Plutôt que de tenter de tout faire, dans une optique d'intégration des différentes phases concernées d'une filière donnée, ils recommandent de se focaliser sur les segments les plus intéressants de cette filière, ceux pour lesquels la firme concernée dispose d'un avantage compétitif indubitable par rapport à ses concurrents. Ce positionnement stratégique peut être différent selon les filières et secteurs d'activité : ici ce sera le contrôle des sources d'approvisionnement, là celui du marché de consommation finale via des marques reconnues, ailleurs des processus de fabrication exprimant des « compétences clés » inimitables (et protégées par des brevets *ad hoc*). Ce segment de compétitivité étant défini, les autres segments de la filière peuvent être plus facilement sous-traités à d'autres opérateurs, dans une démarche de « faire faire » plutôt que « faire ».

Ces nouvelles stratégies d'externalisation, définies à l'opposé des anciennes stratégies d'intégration, présentent plusieurs avantages. Tout d'abord, s'agissant de dynamiques de marché, cela permet d'avoir plus de fluidité pour une filière donnée, tant vers son amont (permettant de

mettre les fournisseurs en concurrence) que vers son aval (évitant d'être concurrent de ses clients). Ensuite, l'externalisation d'une partie plus ou moins grande d'activités autrefois intégrées allège, à due proportion, les actifs immobilisés dans la chaîne de production-distribution concernée, ainsi que les besoins d'investissements requis. En diminuant le stock de capital investi, l'opération d'externalisation augmente mécaniquement les taux de rentabilité, même si les autres composantes du *business model* ne changent pas. Par ailleurs, l'économie du flux d'investissement sur les activités externalisées permet de consacrer les sommes disponibles à renforcer les activités maintenues et à mieux rémunérer le capital investi. Cette double perspective constitue un avantage essentiel pour les financiers et les pousse à recommander aux managers d'externaliser au maximum leurs activités pour se concentrer sur les segments stratégiquement les plus compétitifs et, par là, potentiellement les plus rentables.

De nombreuses grandes firmes industrielles dans maints secteurs (mécanique, textile, énergie, BTP...) ont ainsi mis en œuvre des stratégies d'externalisation, portant le plus souvent sur les activités de production et de support, en se concentrant, d'une part, sur les tâches de conception et d'innovation, exigeant une R&D active, et, d'autre part, sur l'interface avec la distribution appelant un marketing adéquat (marques, publicité...). Cette focalisation sur les deux bouts de la filière a pu entraîner des configurations en « U », une grande partie de la chaîne productive étant externalisée. Le cas extrême est celui de « l'entreprise sans usine » (*fabless*³) qui a pu être considérée comme l'objectif vers lequel doivent tendre ces stratégies d'externalisation systématiques.

In fine, ces deux évolutions drastiques concernant les activités des grandes entreprises se complètent : revoir périodiquement les frontières du portefeuille d'activités en se débarrassant des « maillons faibles » pour privilégier les meilleurs et, parmi ces derniers, se focaliser sur les segments les plus intéressants en externalisant les autres amène, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation mécanique des taux de rentabilité, exprimant pleinement le mouvement de financiarisation des stratégies. Être un *pure player* se consacrant à une seule activité et, dans celle-ci, se focaliser sur « le » segment le plus profitable permet d'espérer obtenir une meilleure rentabilité que dans les autres configurations possibles.

3 Expression utilisée par S. Tchuruk, P.-D.G. d'Alcatel à propos de la restructuration de son groupe (colloque à Londres en 2001).

LES ENJEUX EN MATIÈRE DE FINANCEMENT

L'autre série d'enjeux majeurs concerne non pas les activités et les actifs qui les soutiennent mais directement les financements. Il se pose même une question liminaire : peut-on parler, sans risque de pléonasmе, de financiarisation des financements ? Nous le pensons, car ces deux notions ne se recouvrent pas vraiment : la financiarisation des stratégies, comme on vient de le voir, commence bien avant de parler des opérations de financement et ces dernières, comme on va tenter de le montrer, ne s'inscrivent pas forcément dans une stratégie de financiarisation.

Pour préciser le propos, nous mettons l'accent sur deux mouvements complémentaires, mais qui sont apparus distinctement dans le temps, l'un sur l'évolution de la perception du recours à la dette via le concept de coût du capital, l'autre spécifique aux fonds propres, via les politiques relatives, notamment les rachats d'actions.

DE LA SUSPICION ENVERS LA DETTE À LA RECHERCHE
DE L'EFFET DE LEVIER : QUELLE ÉVOLUTION DE LA RELATION
À L'ENDETTEMENT VIA LE COÛT DU CAPITAL ?

La relation d'endettement qui lie deux ou plusieurs personnes (physiques ou morales) est aussi vieille que les civilisations humaines ; comme l'a bien exprimé D. Graeber (2011), « La dette a toujours structuré nos économies, nos rapports sociaux et jusqu'à nos représentations du monde ». Le risque principal en la matière étant celui de la défaillance du débiteur, les créanciers potentiels y font généralement face, d'une part par une majoration des intérêts au-delà de ceux demandés à un emprunteur plus fiable⁴, d'autre part par une limitation du prêt accordé en fonction des ressources de l'emprunteur, enfin via des garanties éventuelles exigées en matière de cautions personnelles ou de sûretés réelles (gages, hypothèques). Par ailleurs, les législations émanant des sociétés concernées ont été souvent d'une extrême sévérité envers les débiteurs défaillants : saisie du patrimoine résiduel, condamnation pénale, privation des droits civiques, voire, dans certaines sociétés, mise en esclavage (*ibid.*).

⁴ « Prime de risque » se traduisant par un « écart de taux » (*spread*) par rapport aux taux des emprunts dits « sans risques » – en général ceux de bons du Trésor ou d'obligations émises par l'État.

On comprend que, devant ces contraintes et ces sanctions potentielles, le recours à l'emprunt soit longtemps resté comme un financement en dernier ressort, rendu nécessaire lorsque les ressources dont dispose l'agent concerné (ménage ou entreprise) étaient insuffisantes pour faire face aux dépenses prévues en vue d'effectuer un investissement d'envergure, voire pour assumer des dépenses courantes.

Si une telle conception de la relation à l'endettement reste très ancrée dans la plupart des ménages et dans nombre d'entreprises, notamment les plus petites d'entre elles, elle a cependant fortement évolué depuis plusieurs décennies. Tout d'abord, le recours au crédit s'est largement répandu chez les différentes catégories d'agents, via les nouveaux instruments financiers comme les cartes de crédit et les facilités bancaires. Les mentalités vis-à-vis de l'endettement ont progressivement évolué, notamment dans les ménages des classes moyennes et encore plus au niveau des entreprises. Pour celles-ci, les recours à l'emprunt ou aux capitaux propres sont devenus des modes de financement substituables, à combiner en prenant en considération leurs coûts respectifs (Modigliani et Miller, 1958). Le concept clé de « coût du capital » (WACC – *Weight Average Cost of Capital*) a permis de mettre en relief cette dualité et d'étalonner la rentabilité des différents projets d'investissement, permettant de dégager, ici ou là, des *free cash flows*, indicateurs caractéristiques d'une posture de financiarisation (Jensen, 1986).

Ces nouvelles approches n'expriment pas seulement une conception différente des modes de financement, sur la hiérarchisation desquels les auteurs peuvent diverger (Myers et Majluf, 1984), elles ont en commun de déplacer le champ de l'analyse financière, initialement focalisée sur la structure du bilan et les flux de trésorerie, pour la centrer davantage sur le compte de résultat et les incidences de tel ou tel financement. On comprend que ce cadre d'analyse concerne plutôt les grandes firmes cotées (les *public corporate*), qui peuvent assez facilement avoir accès aux différents types de financement et donc sont mieux à même d'en apprécier les coûts respectifs avant d'effectuer leurs choix.

Dans cette perspective, le recours à la dette présente un avantage indubitable dès lors que le taux de rentabilité économique de l'entité concernée est supérieur au taux d'intérêt à verser, procurant un effet de levier (*leverage*) boostant *in fine* le taux de rentabilité des fonds propres engagés. Cet effet de levier, renforcé par les dispositions fiscales concernant

l'emprunt⁵, s'est accentué avec la baisse des taux d'intérêt, baisse historique à laquelle on assiste ces dernières années dans les grandes zones monétaires (dollar, euro, yen. . .) et pouvant aller jusqu'à des taux négatifs (Ninet, 2017).

Ainsi, *la relation fonds propres-dettes s'est progressivement inversée* en quelques décennies, et le recours à l'emprunt, initialement financement complémentaire et négativement connoté, est devenu non seulement banal, mais parfois recherché en priorité. Avant même que les taux d'intérêt ne fléchissent à l'extrême, comme c'est le cas actuellement, de nombreux exemples pouvaient être donnés de recours délibérés à l'emprunt pour financer une opération d'envergure en minimisant la partie engagée en fonds propres ; ainsi les LBO (*Leverage Buy-Out*), qui reposent explicitement sur un montage financier dans lequel la société cible est rachetée par une entité *ad hoc*, via un emprunt dont cette société cible, devenue filiale, assurera le service.

L'ÉVOLUTION DES POLITIQUES VIS-À-VIS DES FONDS PROPRES : DE LA DILUTION À LA RELUTION – LE CAS EXTRÊME DES RACHATS D'ACTIONS

Ce second volet relatif au financement concerne les fonds propres qui représentent à la fois l'élément constitutif de l'entreprise et de sa gouvernance, ainsi que la base de référence à prendre en compte pour en apprécier les performances, en termes de rentabilité.

C'est cette dualité de rôle qui a été à l'origine des évolutions contrastées que ce support de financement a également connues ces dernières décennies, marquant ainsi le mouvement de financiarisation des entreprises et des économies.

Pendant longtemps, les comportements des responsables d'entreprises vis-à-vis des fonds propres n'ont pas fait l'objet de spéculations particulières des analystes, sauf sur certains points parfois délicats, tels que la répartition du « tour de table » à l'occasion du lancement d'une co-entreprise par deux sociétés, ou les problèmes liés aux successions patrimoniales, notamment celle du fondateur. . . Dans l'ensemble, les responsables des firmes concernées, notamment familiales, accordaient une priorité à la

5 La déductibilité des frais financiers procurant un avantage fiscal au financement par la dette, avantage reconnu par Modigliani et Miller (1963), auteurs qui avaient initialement (1958) défendu la thèse de la neutralité de la structure financière.

pérennité de leurs entités et au maintien de leurs dispositifs de contrôle, s'imposant par là une gestion prudente de leurs fonds propres.

La situation est devenue potentiellement plus dynamique pour les sociétés cotées en Bourse. Dès l'instant qu'une entreprise est cotée, même si le « flottant » ne concerne qu'une partie de ses actions et que le pouvoir reste aux mains des actionnaires d'origine, elle focalise l'attention des observateurs, qui analysent ses performances passées et anticipent leur évolution future. Si cette situation peut entraîner quelques contraintes sur les dirigeants, amenés à expliquer périodiquement leur position et leurs décisions, elle présente en contrepartie des avantages indéniables s'agissant notamment d'opportunités de financement.

Ces dernières peuvent prendre la forme classique d'une augmentation du capital en numéraire, ouverte au public, apportant des ressources en matière de trésorerie et se traduisant par un élargissement progressif de l'assiette des fonds propres. Plus encore, le statut de société cotée permet de financer plus facilement des acquisitions par échanges d'actions avec la société cible – surtout si cette dernière n'est pas cotée – ou par une augmentation de capital qui lui soit réservée. Cette possibilité a pu être considérée comme un moyen puissant pour financer plus facilement les opérations de croissance externe (Pérez, 1994) et elle a effectivement été largement utilisée à cet effet, comme en attestent maints exemples⁶. Si ces facilités de financement ont été utilisées principalement pour des acquisitions, elles l'ont également été pour d'autres objets, comme le règlement de dividendes en actions ou l'attribution d'actions (ou d'options) aux cadres de l'entreprise concernée, voire à tout le personnel.

Si cette facilité que procure l'émission d'actions nouvelles par l'entreprise elle-même a été très utilisée par les firmes cotées – leur donnant parfois l'illusion d'un pouvoir financier quasi sans limites⁷ –, elle n'est pas exempte d'inconvénients qui peuvent s'avérer dirimants. Ces inconvénients résultent de l'accroissement du nombre total d'actions, qui a un effet dit « dilutif » sur celles constituant le capital social initial, ceci à deux niveaux :

6 Ainsi, le groupe BSN qui s'est progressivement constitué entre 1966 et 1994 (où il est devenu Danone) a utilisé presque exclusivement ce mode de financement pour financer ses opérations de croissance externe, ce qui a permis à son Président (Antoine Riboud) d'en plaisanter en disant que « les acquisitions de BSN ne lui ont pas coûté un sou » (témoignage personnel)

7 Cf. les opérations récentes réalisées par les géants du numérique pour acquérir des start-ups prometteuses devenues licornes (ex : Whatsapp achetée en 2014 par Facebook pour 19 bn\$ dont 15 réglés en actions Facebook)

- d’une part, en matière financière : les nouvelles actions auront, sauf dispositions expresses, les mêmes droits que les anciennes, tant en ce qui concerne les dividendes que vis-à-vis de l’ensemble des actifs détenus par l’entité et de sa valeur boursière ;
- d’autre part, en matière de gouvernance : les anciens actionnaires voyant leur périmètre de contrôle s’effriter au fur et à mesure de l’arrivée de nouveaux actionnaires⁸.

Les responsables des sociétés concernées ont souvent tenté, par divers moyens, de faire face à ces difficultés réelles ou potentielles :

- Pour la gouvernance, diverses parades ont pu être mises en œuvre, variant selon les dispositifs institutionnels en vigueur sur les places financières : droit de vote double, voire multiple selon les catégories d’action, pacte d’actionnaires, structures de contrôle formé de holdings encastrés, *in fine poison pill* empêchant une prise de contrôle ou la soumettant à une autorisation d’autorités régaliennes...
- Pour les droits financiers, en revanche, les possibilités de différenciation sont plus limitées, voire marginales (par exemple : actions à dividendes prioritaires – ADP).

Les préoccupations, pour ce qui est de la rentabilité financière et de son expression concrète (dividendes, cours boursiers), étant devenues de plus en plus prégnantes, les politiques de dilution ont fait l’objet de critiques croissantes de la part des investisseurs financiers, ce qui a amené les responsables d’entreprises à les restreindre, voire à les inverser, au profit de politiques dites « relatives ».

Les rachats d’actions se situent dans cette perspective nouvelle de politique financière relative. Les questions posées concernent la signification de ce type d’opération, ses relations avec les politiques économiques plus globales (notamment monétaires), les vertus et risques liés à ces rachats, enfin les conclusions et perspectives qui peuvent en être déduites selon divers scénarios⁹.

8 Ainsi dans le cas du groupe BSN, cité supra, le recours systématique aux émissions d’actions a entraîné une dilution telle que la famille fondatrice de Souchon-Neveusel ne détenait plus qu’environ 1 % du capital, 30 ans après.

9 Analyse reprenant, pour l’essentiel, une tribune publiée dans *The Conversation France*, le 30 mai 2019.

La signification des rachats d'actions

L'opération par laquelle une entreprise utilise tout ou partie de ses liquidités disponibles pour racheter ses propres actions est relativement peu connue, sauf des spécialistes de la finance. Même ces derniers la traitent souvent d'une manière cursive, la présentant comme un mode de rémunération des capitaux propres, en substitution ou complément des versements de dividendes. Les auteurs les plus autorisés présentent ces deux voies, dividendes et rachats d'actions, comme quasi équivalentes, hors incidences fiscales¹⁰.

Une telle présentation nous paraît contestable dans la mesure où elle ne retient que les aspects formels et externes de ces opérations – c'est-à-dire les versements effectués par l'entreprise à des actionnaires, ici pour les dividendes, là pour les actions rachetées – sans en prendre en compte les statuts. Or, ces statuts et leurs significations respectives sont bien différents :

- a. Les dividendes sont versés à toutes les actions, sauf dispositions particulières. Surtout, le nombre d'actions reste le même après l'opération, ce qui fait que, l'année suivante, se posera de nouveau la question d'un versement de dividendes et de son montant (supérieur, identique, inférieur) pour l'ensemble des actionnaires.
- b. Les rachats, en revanche, introduisent une séparation entre les actionnaires :
 - Ceux qui ne répondent pas à l'offre de rachat ne reçoivent pas d'argent supplémentaire (hors les dividendes de l'exercice concerné) ; en revanche, ils restent présents dans une entreprise au capital social plus resserré.
 - Ceux qui y ont répondu favorablement reçoivent les sommes correspondant au montant des actions rachetées ; en revanche, ces actions ne participeront plus à la vie de la société concernée et à son évolution future (notamment s'agissant de droit de vote, de dividendes et autres droits patrimoniaux). En clair, *un rachat d'actions correspond à un désinvestissement*¹¹.

10 Cf, par exemple, le traité de S.A. Ross *et al.* (9^e éd., 2018), chap. 17, sect. 6 « Stock Repurchase – An alternative to Cash Dividends », p. 558-560.

11 Sur le plan comptable, l'opération se traduit par une contraction de l'actif (sortie de trésorerie) et une contraction équivalente du passif (les actions rachetées détenues par l'entreprise venant en diminution des capitaux propres avant d'être annulées).

Ces deux types d'opérations ont des conséquences différentes sur le futur de la société concernée :

- a. La politique de dividendes se manifeste souvent par un « effet de cliquet », les marchés financiers n'aimant pas en général une baisse du coupon attaché à chaque action, quelle que soit l'évolution du résultat par action. Cela peut créer une pression sur les dirigeants.
- b. En revanche, le rachat d'actions, diminuant le nombre d'actions de l'entité concernée (phénomène dit « de relation »), a un effet mécanique sur le résultat net par action (EPS – *earning per share*), lequel augmente à due proportion des rachats effectués et de l'annulation des actions concernées.

Cette augmentation de l'EPS peut avoir elle-même un effet bénéfique sur les cours boursiers via les comparaisons sectorielles, dont les analystes financiers sont friands. Comme, par ailleurs, le flux de rachats augmente la demande sur le titre de la société, il s'ensuit deux facteurs positifs pour le cours boursier : un immédiat via la demande de titres confortée par les rachats, l'autre potentielle via l'augmentation mécanique de l'EPS. L'augmentation des cours, si elle survient, peut ainsi compenser la diminution du nombre d'actions, laissant la capitalisation boursière inchangée, voire en augmentation. *In fine*, une politique de rachats d'actions peut se traduire, si elle est bien menée, par un versement monétaire significatif aux actionnaires en proportion des actions rachetées et, en même temps, par une valorisation égale, voire supérieure, des autres actions.

Cette stratégie de type « gagnant-gagnant » explique le succès de ce type d'opération auprès du monde financier, au point que l'annonce de ces projets de rachats – via l'autorisation demandée par les dirigeants à l'AG des actionnaires – a souvent un effet performatif sur le cours, avant même que lesdites opérations n'aient été effectuées. Par là, on peut dire que les rachats d'actions, dès leur annonce, ont une vertu tonifiante.

Relations avec les politiques monétaires

Depuis plusieurs années maintenant, afin de lutter contre la crise financière mondiale déclenchée en 2007-2008, les autorités monétaires des principales zones économiques concernées – notamment

USA et UE – ont mis en œuvre des politiques monétaires dites « non conventionnelles ». Ces politiques se sont traduites par des baisses des taux directeurs (allant jusqu'au ZIRP – *Zero Interest Rate Policy* –, voire des taux négatifs) et par une ouverture quasi sans limites de l'offre de crédits (QE – *Quantitative Easing*) via les banques centrales.

Ces mesures ont eu des conséquences multiples sur les économies des pays considérés, effets qui ont fait l'objet de maintes analyses (*cf.* notamment Ninet, 2017) ; nous limiterons le présent propos aux seules incidences sur le financement des entreprises. Ces dernières, notamment les plus grandes, ont largement bénéficié des politiques accommodantes mises en place depuis une dizaine d'années.

- D'une part, elles ont pu accéder, encore plus facilement qu'autrefois et plus aisément que les petites entreprises, à l'emprunt via le crédit bancaire ou le marché obligataire.
- D'autre part, la baisse drastique de coût de l'emprunt, quel que soit son support, a eu pour effet de faire baisser le coût du capital, à due concurrence de la part relative de la dette de l'entreprise par rapport à ses fonds propres.

La tentation est alors grande, pour les grandes firmes, non seulement de recourir massivement à l'emprunt pour le financement de leurs activités, mais d'aller au-delà en utilisant une partie de ces facilités d'endettement pour racheter leurs propres actions, ce qui diminuera leurs fonds propres, correspondant à ce que les analystes ont pu appeler « un double effet de levier ».

Effectivement, l'évolution des structures financières des grandes entreprises mondiales depuis la mise en place des nouvelles politiques monétaires (ZIRP, QE...) reflète bien ces tendances : essor considérable des émissions obligataires et des crédits bancaires, croissance concomitante des programmes de rachats d'actions, maintien, à l'actif des bilans, de trésoreries excédentaires¹².

12 Pour les firmes américaines, une des raisons des trésoreries pléthoriques est à relier aux décisions du Président D. Trump de baisser la fiscalité de ces entreprises, leur permettant de rapatrier aux USA des liquidités accumulées ces dernières années et qui étaient abritées à l'étranger.

Vertus et risques liés aux rachats d'actions

Le désinvestissement auquel correspond un rachat d'actions n'est pas négatif en soi. La justification théorique d'une telle opération peut être entendue, quant à elle, en cohérence avec la théorie du *free cash flow* établie par M. C. Jensen (1986). En bref, si les dirigeants d'une société cotée considèrent qu'ils disposent d'un excès de liquidités après avoir effectué les investissements au taux de rentabilité requis (c'est-à-dire couvrant au moins le coût du capital), il est recommandé de rendre cet excédent aux actionnaires plutôt que de l'utiliser d'une manière qui serait sous-optimale. Le désinvestissement auquel correspondent les rachats d'actions correspond bien à cette logique qui exprime, avec d'autres décisions (choix des investissements, recentrage, externalisation...), une financiarisation croissante des entreprises.

En asséchant les trésoreries excédentaires, les rachats d'actions participent ainsi à « discipliner » les dirigeants, au même titre que le service de la dette (et parfois en cumul avec celui-ci lorsque ces opérations de rachats ont été financées par recours à l'emprunt).

Si une telle justification théorique peut être argumentée en faveur des rachats d'actions, elle peut tout aussi être critiquée sur divers plans :

- a. Tout d'abord, rien n'indique que les sommes ainsi rendues aux actionnaires seront ensuite réinvesties dans des investissements meilleurs que celui que représente l'entreprise dont elles sont issues. Les actionnaires qui ont répondu positivement à la proposition de rachat feront ce qu'ils voudront des sommes reçues – c'est leur liberté –, y compris de n'effectuer aucun investissement, de le dépenser autrement ou de le thésauriser. Par là, si les opérations de rachats d'actions participent à la fluidité des marchés financiers, elles ne garantissent en rien une allocation optimale des investissements.
- b. Ensuite, cette vision idéalisée du fonctionnement des marchés fait l'impasse sur le biais qu'introduisent les opérations de rachats dans le fonctionnement de ces marchés, dès lors qu'elles portent sur des montants significatifs. En pesant sur les transactions actuelles via la demande d'actions et en influençant les transactions futures via l'amélioration mécanique des performances par action (EPS), les opérations de rachats d'actions ont un effet positif que nous avons

qualifié de fortifiant. Cependant, ces effets étant temporaires, car liés ponctuellement à chaque opération, la question se pose de leur maintien sur une plus longue période.

- c. Enfin, on ne peut également faire l'impasse sur la relation entre ces opérations, qui tendent à soutenir – parfois artificiellement – les cours boursiers, et les rémunérations des dirigeants, lesquelles sont, pour une part souvent majeure, liées aux niveaux de ces cours.

La réalité des marchés financiers est assez éloignée des vertus que la théorie leur prête, ainsi que les interactions des trois risques exposés ci-dessus le démontrent. Dans leur fonctionnement concret, ces marchés sont souvent sous-optimaux et soumis à des actions relevant d'opérations menées dans l'intérêt d'acteurs particuliers. Dans ce contexte, l'effet euphorisant des rachats d'actions n'est peut-être pas à ranger dans les catégories de fortifiant tonique mais plutôt d'analeptique ; en bref, *plus une drogue qu'une vitamine...*

COMMENTAIRES

La présentation, ci-dessus rappelée, des principaux enjeux stratégiques auxquels sont confrontées les firmes contemporaines et l'évolution, parfois drastique, des réponses qui leur ont été apportées appellent quelques commentaires portant sur chacune des catégories étudiées et, plus généralement, sur le cadre conceptuel et théorique de référence.

COMMENTAIRES SUR LES CHOIX STRATÉGIQUES RELATIFS AUX ACTIVITÉS

Diversification ou spécialisation ?

Il a été observé que les restructurations des portefeuilles d'activités, sous la pression des fonds d'investissement, sont importantes et constituent une expression de la financiarisation de l'économie. Il reste cependant, en France et dans le monde, nombre de groupes diversifiés, voire de type congloméral, notamment lorsque ces entités, même lorsqu'elles sont cotées en Bourse, restent sous contrôle familial – ainsi, en France, des groupes

comme LVMH (famille Arnaud), Kering (famille Pinault), Dassault... ou, à l'étranger, les *chaebol* coréens (Hyundai, Samsung...) avant leur réorganisation. Le modèle patrimonial à l'ancienne (celui de l'adage « ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier ») fait de la résistance.

En termes analytiques classiques – à la Markowitz –, ce positionnement stratégique reflète un partage des avantages inhérents à la diversification – via le risque exprimé par la variance des rendements attendus – entre ces groupes qui restent diversifiés et les fonds d'investissement qui en sont actionnaires.

Intégration ou recentrage ?

Là également, la financiarisation exprimée par les fonds d'investissement amène les entreprises à se focaliser sur leur cœur de métier, leur permettant d'espérer obtenir une meilleure rentabilité. Tout est dans cette projection dans l'avenir (« espérer ») propre à tout calcul économique en univers incertain. Les décisions prises *hic et nunc* auront des effets qui ne peuvent pas être garantis, et la performance réalisée par tel *pure player* pourra, pour des raisons diverses, être moins bonne (voire très inférieure) à celle espérée.

Par là, les décisions prises en matière de spécialisation et/ou d'externalisation auront pu fragiliser l'entreprise concernée par rapport à d'autres firmes, restées plus diversifiées et/ou mieux intégrées. C'est un débat rémanent dont les fonds d'investissement sont conscients, mais ils y répondent en se délestant des titres des firmes ayant sous-performé par rapport aux attentes ou en leur imposant de nouveaux arbitrages censés améliorer leurs performances futures (« *vae victis* »). Il y a bien une dualité de modèles de partage des risques liés aux activités, chacune des deux parties souhaitant les faire porter par l'autre...

COMMENTAIRES SUR LES CHOIX STRATÉGIQUES RELATIFS AUX FINANCEMENTS

Commentaires sur la relation à la dette

Comme on l'a vu, l'approche en terme de coût du capital à partir du célèbre théorème de Modigliani-Miller (1958) a entraîné une quasi-inversion de la relation de l'entreprise à la dette. Cette évolution drastique ne doit pas être perçue comme un changement de paradigme, au sens de

Th. Kuhn (1962), impliquant le remplacement total de l'ancien cadre d'analyse¹³. Il s'agit plutôt d'un second cadre d'analyse, se superposant au précédent sans le faire disparaître ; selon leurs situations respectives et les contextes dans lesquelles ils évoluent, les agents concernés sont appelés à utiliser l'un ou l'autre de ces cadres d'analyse, l'ancien fondé sur la défiance envers la dette en la limitant autant que possible, l'autre, au contraire, cherchant à tirer profit de l'effet de levier induit par le coût de l'emprunt lorsqu'il est inférieur au WACC.

Non seulement – comme on l'a rappelé *supra* – nombre d'entreprises (sans parler des ménages) n'ont souvent pas la possibilité de choisir entre plusieurs modes de financement, mais une partie de celles qui ont choisi de privilégier les avantages procurés par l'effet de levier doivent parfois y renoncer lorsque leur situation de trésorerie devient trop tendue, pouvant dégénérer en cessation de paiement, risque majeur pour toute entité¹⁴. On assiste alors à un retour en usage du cadre juridique traditionnel, parfois de manière abrupte, comme on a pu le constater dans diverses affaires¹⁵.

C'est dire que l'analyse des évolutions en longue période des structures de financement doit garder en mémoire ces deux cadres d'analyse, qui peuvent être amenés à être utilisés selon les circonstances du moment.

Sur les rachats d'actions

Les politiques relatives aux fonds propres sont passées, en quelques décennies, d'une approche « dilutive », utilisant l'émission d'actions nouvelles pour financer diverses opérations (dividendes, options et primes d'intéressement, fusions et acquisitions), à une approche « relative », qui, à l'inverse, cherche à minimiser les capitaux propres engagés afin d'en améliorer la rentabilité. Les rachats d'actions sont ainsi apparus comme un vecteur privilégié de cette relation, ce « retour à l'actionnaire » exprimant en quelque sorte le stade ultime de la financiarisation, notamment lorsque ces opérations sont effectuées par recours à la dette. Nous avons

13 Pour Th. Kuhn : « Le passage au nouveau paradigme est une révolution scientifique. » (1962, p. 131).

14 Rappelons qu'en droit commercial, la faillite d'une entité n'est pas prononcée par la situation du compte de résultat (profit *vs* perte) mais par celle de la trésorerie (non-règlement d'une somme à payer à un tiers).

15 Sans remonter à des faillites retentissantes de type Enron ou Crédit Lyonnais, on citera les soucis actuels du groupe Rallye-Casino ou ceux potentiels du groupe Altice.

cependant observé que le recours à de telles pratiques pouvait fragiliser les entreprises et portait le risque de manipulation des cours.

À ce stade, il ne paraît pas possible de prévoir comment la situation va évoluer, compte tenu des incertitudes qui caractérisent les politiques économiques et monétaires. En absence de réglementation des rachats d'actions et avec le maintien des politiques monétaires accommodantes (ZIRP et QE), on peut craindre que la vague actuelle des *stocks buybacks* aux USA continue et s'amplifie pour devenir un vrai tsunami dépassant largement la barre du trillion de dollars atteinte en 2018 pour le S&P 500. On risque alors de voir s'accroître la déconnexion relative entre la sphère de l'économie réelle et sa représentation financière via les marchés. Les conditions d'apparition d'une nouvelle bulle financière seraient alors réunies... Les historiens futurs pourraient alors parler d'*autophagie de la finance de marché*.

CONCLUSION

La financiarisation des stratégies et du management des entreprises est un phénomène significatif des dernières décennies, notamment pour les sociétés cotées. Elle s'exprime tant via les décisions relatives aux activités des firmes concernées que via celles concernant leurs modes de financement. Cependant, cette orientation n'est pas sans risque, plus précisément elle tend à fragiliser les entités concernées.

Pour faire face à ces risques accrus, au-delà de la prise de dispositions réglementaires sur tel ou tel point¹⁶, il paraît souhaitable de disposer d'un cadre conceptuel et théorique (*conceptual framework*) moins univoque que celui actuellement utilisé.

- L'ancien cadre, que l'on peut qualifier de « patrimonial », reste très prégnant tant au niveau des TPE et PME, dont les comportements restent proches de celui des ménages, que dans les grandes firmes, lorsque celles-ci relèvent d'une gouvernance familiale privilégiée

¹⁶ Ainsi, pour les rachats d'actions dans l'Union européenne (règlement UE du 08 avril 2016, auquel se réfère l'AMF pour la France : règlement du 1^{er} juin 2016).

la pérennité de leur contrôle ou lorsqu'un recours immodéré aux mécanismes de financiarisation appelle des mesures d'urgence¹⁷.

- Par ailleurs, l'évolution du monde contemporain – débats sociétaux, risques écologiques... – appelle à une prise en compte croissante des relations avec les « parties prenantes » (*stakeholders*) au-delà des seuls actionnaires (*shareholders*), faisant apparaître le besoin d'un nouveau cadre conceptuel et théorique fondé sur les interactions entre les firmes et les écosystèmes dont elles sont issues et au sein desquels elles sont, selon l'expression de F. Perroux, des « unités actives ».

Chacun de ces cadres d'analyse a sa part de légitimité, et celui sur lequel s'est fondé, ces dernières décennies, le mouvement de financiarisation des modes de gouvernance et des décisions stratégiques des entreprises ne saurait en revendiquer la primauté, et *a fortiori* l'exclusivité. Il convient – nous semble-t-il – de bien contextualiser les situations étudiées pour tenter d'en évaluer les actions menées et apprécier leurs performances selon chaque cadre de référence.

Il y a donc des efforts à faire tant pour les professionnels concernés que pour les enseignants qui les forment et les chercheurs qui leur procurent leurs références. À cet égard, la responsabilité du corpus actuel de finance et de son enseignement peut être mise en cause.

Roland PÉREZ
Professeur émérite,
université de Montpellier

17 Ainsi, dans l'exemple cité *supra* du groupe Rallye-Casino, ce dernier vient de se délester de plusieurs milliards d'euros d'actifs pour alléger le poids de sa dette ; le groupe Altice prend le même chemin...

BIBLIOGRAPHIE

- ANSOFF, Igor, *Corporate Strategy*, New York, McGraw Hill, 1965.
- BRAUDEL, Fernand, « Histoire et sciences sociales : la longue durée », *Annales*, vol. 14, n° 4, 1958, p. 725-753.
- GRAEBER, David, *Debt: the first 5000 years*, New York, Melville House, 2011.
- JENSEN, Michael C., « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, 1986, p. 323-329.
- KUHN, Thomas, *La structure des révolutions scientifiques*, Paris, Flammarion, 1962.
- MARKOWITZ, Harry M., « Portfolio Selection », *Journal of Finance*, vol. 7, n° 1, 1952, p. 77-91.
- MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H., « The cost of capital, corporation finance and the theory of investment », *American Economic Review*, vol. 48, n° 3, 1958, 261-297.
- MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H., « Corporate income taxes and the cost of capital: a correction », *American Economic Review*, vol. 53, n° 3, 1963, p. 433-443.
- MYERS, Stewart C., MAJLUF, Nicholas S., « Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n° 2, 1984, p. 187-221.
- NINET, Jacques, *Taux d'intérêt négatifs – Le trou noir du capitalisme financier*. Paris, Garnier, 2017.
- PÉREZ, Roland, « Problématique du financement de la croissance externe », *Économies et sociétés*, série SG, vol. 29, n° 5, 1994, p. 148-166.
- PÉREZ, Roland, « La vague inquiétante des rachats d'actions sur les Bourses américaines », *The Conversation France*, 30 mai 2019, p. 20.
- PERROUX, François, *Unités actives et mathématiques nouvelles*, Paris, Dunod, 1975.
- ROSS, Stephen, WESTERFIELD, Randolph, JORDAN, Bradford, *Fundamentals of Corporate Finance*, 9^e édition, New York, McGraw Hill, 2018.