

1. Marc Chevallier, « Comment les marchés financent les entreprises ? »

36 Comprendre FICHE 1

LES MARCHÉS FINANCIERS

Les marchés sont devenus la première source de financement des plus grandes entreprises. Mais pour les plus petites, le recours aux banques reste de mise.

Comment les marchés financent les entreprises

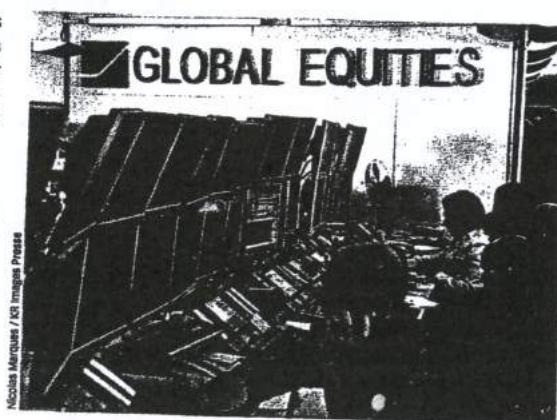
Le développement des marchés financiers a radicalement modifié la façon dont les entreprises se financent. Il y a trente ans, les crédits accordés par les banques représentaient leur première source de financement : ils avoisinaient 39 % de leur passif (●) en 1979 en France, contre seulement 24 % en 2009. Les entreprises ont en effet de plus en plus privilégié le financement par actions, c'est-à-dire en faisant appel à l'épargne, ouvrant les titres de propriété sur une partie de leur capital aux investisseurs. Résultat : leur poids dans le passif des entreprises françaises a doublé en trois décennies, passant de 28 % à 57 %, après en avoir représenté jusqu'aux deux tiers à la fin des années 1990.

Cet constat ne signifie pas dire que toutes les entreprises sont entrées comme un seul homme en Bourse, loin de là. Les actions cotées sur les places boursières restent minoritaires, seulement 27 % de l'ensemble des actions en France en 2009. L'introduction en Bourse reste en effet réservée aux plus

grandes entreprises : seules 660 entreprises étaient cotées au milieu des années 2000 sur Euronext Paris, sur les 2,5 millions que comptait l'Hexagone à cette époque.

Les contraintes des marchés

Depuis la libéralisation et le décloisonnement des marchés de capitaux dans les années 1980, les grandes firmes de tous les pays y ont puisé les moyens de développer leurs ambitions, notamment à l'international. Le processus est allé très loin puisque beaucoup d'entreprises cotées en Bourse, en particulier les françaises, ont vu la part de leur capital détenue par des investisseurs étrangers s'accroître de manière importante : à la fin 2009, elle représentait 42,3 % du capital des entreprises du CAC 40. Leur capital étant souvent très dilué, elles courent le risque d'être rachetées et leur personnel de subir des décisions imposées de l'extérieur. C'est le prix à payer pour construire à coups de fusions-acquisitions records des multinationales toujours plus puissantes et présentes



Entreprise d'investissement financier. Le *private equity*, la levée de fonds auprès de personnes physiques ou d'acteurs financiers spécialisés, est très développé aux États-Unis, mais peu en Europe.

sur les cinq continents.

Autre revers de la médaille, les actionnaires ont occupé un poids croissant dans la gestion des entreprises, de plus en plus orientée vers la satisfaction de leurs intérêts spécifiques : les dividendes nets versés par les entreprises françaises à leurs actionnaires

ont ainsi été multipliés par 4,5 depuis 1993, alors que leur excédent brut d'exploitation (●), qui mesure la rentabilité de leur exploitation courante, n'a lui augmenté que de 70 % dans le même temps. C'est une logique mortifère pour les stratégies industrielles de long terme, qui pousse aujourd'hui les entreprises à s'endetter pour pouvoir continuer à verser de confortables dividendes. De ce point de vue, la crise n'a pas allégé la pression : pour conforter leurs actionnaires dépités par la chute générale des cours de Bourse, les entreprises sont nombreuses à avoir annoncé des versements de dividendes pour les prochaines années en décalage total avec leurs perspectives réelles de croissance.

Les marchés hors Bourse

Si les actions cotées sont devenues une ressource de premier plan pour les plus grandes

Les entreprises ont toujours besoin des banques

Finalement, les banques françaises n'auront pas eu la peau du médiateur de crédit. Bien qu'elles aient donné de la voix pour critiquer cette ingérence dans leurs affaires, le gouvernement a reconduit en octobre dernier le dispositif de médiation du crédit aux entreprises mis en place

dans l'Hexagone à l'automne 2008. Il s'agissait alors d'éviter que les établissements bancaires, en pleine crise des *subprime*, ne coupent le robinet du financement de l'économie réelle, déclenchant une cascade de faillites. La mesure n'a pas été inutile : plus de 12 000 entreprises

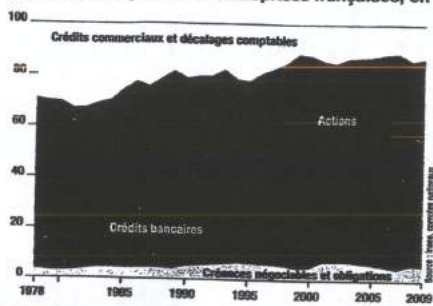
auraient trouvé par ce biais une solution de financement, préservant au passage 218 000 emplois. Comme quoi, en dépit de trente ans d'essor des marchés financiers, de nombreuses entreprises ont toujours besoin des banques pour financer leur activité. ●

entreprises, les actions ne faisant pas l'objet d'une cotation ont connu un essor à peu près aussi soutenu et représentent la majorité des titres dans la nature. Pour les plus petites entreprises, il s'agit des parts prises par le cercle des proches et des parents. Pour celles qui commencent à prendre de l'ampleur (les entreprises de taille intermédiaire notamment, dont l'effectif oscille entre 250 et 5 000 salariés et qui ont de gros besoins de capitaux pour se développer), ces actions relèvent de ce qu'on appelle le *private equity* : des capitaux propres apportés par des personnes physiques (les fameux *business angels*) ou des acteurs financiers spécialisés. On parle alors de capital-risque pour les apports destinés aux très jeunes entreprises gourmandes en financement (comme dans la *high-tech*), et de capital-développement pour les entreprises plus matures, qui ont besoin de capitaux pour continuer à grandir. Ces opérations sont courantes aux États-Unis, où le marché du *private equity* est très développé et contribue activement à l'émergence et au développement des champions technologiques de demain.

En Europe et en France notamment, ce financement peine à décoller : la tradition des *business angels* y est moins ancrée et le cadre institutionnel guère propice. En particulier, l'Europe ne dispose pas d'un équivalent du Nasdaq (●) américain, qui a permis ces dernières années à nombre d'entreprises pas encore assez importantes pour entrer à la Bourse de New York d'être cotées sur un marché financier. Pour les actionnaires de la première heure, la cotation de leur jeune pousse au

Les actions, première source de financement des entreprises

Répartition du passif des entreprises françaises, en %



Nasdaq présente l'avantage de pouvoir se défaire facilement de leur participation. Une sortie bien moins évidente en Europe en l'absence d'un marché prévu pour cela.

Le recours croissant aux proches et aux *business angels* pour entrer au capital des entreprises ne suffit cependant pas à expliquer l'ampleur du développement du volume des actions non cotées : il a en effet été multiplié par vingt au passif des entreprises françaises ces trente dernières années. Ce

de 1 000 salariés, contre un sur quatre vingt ans plus tôt. Ce développement des groupes n'est lui-même pas sans conséquence sur la manière dont les entreprises qui en font partie se financent : il est en effet monnaie courante qu'une maison mère prête de l'argent à ses filiales, ce qui limite d'autant le recours au système bancaire.

Les entreprises s'endettent

Il reste encore deux autres moyens pour les entreprises de se financer sans passer par le système bancaire. Le premier a trait aux dettes que l'entreprise contracte vis-à-vis de ses clients ou de ses fournisseurs. Il consiste à facturer le plus tôt possible aux premiers les biens ou les services qu'elle leur vend, tout en repoussant au maximum l'échéance de payer ce qu'elle doit à ses fournisseurs. Ce mode de financement donne lieu à des excès dans la mesure où il reflète bien souvent le pouvoir de marché que possède une entreprise par rapport à ses partenaires. Ainsi la grande distribution est-elle particulièrement critiquée pour les délais de paiement excessifs qu'elle impose à ses fournisseurs. En

France, les pouvoirs publics ont cherché récemment à réduire ces excès.

L'autre moyen de financement hors banques fait de nouveau appel aux marchés financiers : il s'agit d'émettre des titres de dettes (obligations pour l'emprunt à long terme ou bons de trésorerie pour les prêts de court terme). Le recours à ces instruments s'est développé depuis trente ans, mais il connaît un essor particulier depuis la crise : confrontées aux restrictions de crédit des banques et à la chute du cours de leurs actions, les entreprises se sont massivement tournées vers l'émission d'obligations pour faire entrer un peu d'argent frais.

Au cours des dernières décennies, le paysage de la finance d'entreprise semble donc s'être considérablement « désintermédié », au sens où les banques y jouent un rôle moindre. Mais le constat est doublement trompeur. D'abord, parce que les acteurs achetant les titres de dette des entreprises sur les marchés sont presque exclusivement des institutions financières. Ensuite, parce que l'écrasante majorité des entreprises n'a pas accès à ces instruments de marché, du fait de leur trop petite taille. Pour elles, les banques restent incontournables, comme l'ont montré leurs inquiétudes vis-à-vis du tarissement du crédit depuis fin 2008.

Il est cependant vain d'attendre des banques qu'elles ouvrent sans restriction les vannes du crédit pour les entreprises. Comme les investissements malheureux auxquels elles se sont livrées sur les marchés financiers, le prêt aux entreprises est une activité risquée, à la rentabilité aléatoire. Pour améliorer l'accès au financement des entreprises, il est sans doute plus raisonnable que les pouvoirs publics envoient les bons signaux. Par exemple en France, en orientant l'épargne des ménages vers le financement d'activités productives. ● Marc Chevallier

Avec la crise, les entreprises se sont massivement tournées vers l'émission d'obligations pour faire entrer un peu d'argent frais

mouvement s'observe également lorsqu'on jette un œil sur leur actif, c'est-à-dire sur ce qu'elles possèdent : jusqu'à 60 % de ces avoirs sont constitués d'actions, qui pour plus de 90 % d'entre elles sont non cotées. C'est tout simplement le signe de l'insertion croissante des entreprises dans des groupes de grande taille : un salarié français sur trois travaillait en 2006 dans une entreprise comptant plus

● **Passif** : ensemble des ressources dont dispose l'entreprise, aussi bien les fonds empruntés (les dettes) que ceux qu'elle n'a pas à rembourser (les fonds propres).

● **Excédent brut d'exploitation (EBE)** : profit brut des entreprises, avant versement des revenus de la propriété.

● **Nasdaq** : marché boursier destiné aux entreprises trop petites pour être cotées à la Bourse de New York, mais dotées d'un fort potentiel, notamment en matière technologique.

L'ÉCLAIRAGE

Quand l'entreprise fait société

PAR PIERRE-YVES GOMEZ

Quand en décembre 2015, Mark Zuckerberg, le PDG actionnaire de Facebook, promet 42 milliards d'euros à la fondation qu'il a créée à la naissance de sa fille, la Chan Zuckerberg Initiative, pour « *promouvoir l'égalité des enfants* », on voit se manifester de manière spectaculaire l'influence croissante des grandes entreprises sur les orientations de la société. Cette fondation ne prétend pas développer « *l'apprentissage personnalisé, éradiquer des maladies, connecter les gens entre eux et construire des sociétés fortes* » ?

Au-delà de ce cas insolite, la responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE) fait partie intégrante de la pratique normale des affaires. Ainsi, depuis 2001, les firmes françaises cotées de plus de 5 000 salariés doivent publier un rapport annuel sur leurs initiatives RSE, obligation étendue depuis 2014 aux entreprises non cotées de plus de 500 salariés. L'implication du privé dans la politique publique s'affirme, y compris quand des obligations légales enjoignent aux entreprises d'évaluer les conséquences écologiques de leurs activités mais aussi de lancer des initiatives pour résoudre les problèmes de la société.

Des normes internationales comme ISO 26 000 les invitent à inclure dans leurs préoccupations « sociétales » non seulement la pratique honnête des affaires, ou les bonnes conditions de travail, mais aussi la participation active au bien-être collectif et même la défense des droits de l'homme.

Les démarches « socialement responsables » portées entre autres par les fondations d'entreprises se sont multipliées. Même si, comme le montrent Michel Capron et Françoise Quai-rel-Lanoizelée (*L'Entreprise dans la société*, La Découverte, 2015), le phénomène relève aussi d'une logique d'affichage, on ne peut nier qu'il produit des

effets matériels sur nos sociétés.

C'est pourquoi l'extension de la responsabilité sociétale des entreprises pose une nouvelle question politique. Non pas parce qu'elle les détournerait de leur vocation qui serait strictement économique. L'économie est, par nature, une activité ayant des origines et des conséquences sociales. Le véritable dilemme ne confronte donc pas l'économie au social, il oppose la puissance à la responsabilité.

Une citoyenne très particulière

Depuis qu'on lui a accordé la personnalité morale, au XIX^e siècle, l'entreprise est une citoyenne très particulière, bénéficiant d'une large autonomie dans la poursuite de ses intérêts propres, mais dotée aussi d'une puissance d'agir supérieure à la plupart des autres membres de la société du fait qu'elle concentre des ressources et des capitaux.

C'est pourquoi le politique a tâché de contenir la liberté de cette étrange citoyenne en lui imposant de répondre publiquement de ses actes, une demande de responsabilité sociale qui a crû à mesure que la taille des entreprises s'accroissait. Devenues transnationales et capitalisant des milliards d'euros, les entreprises ont vu leur devoir social devenir si large qu'il a fini par concerner tous les domaines de la société, comme la formation, l'éducation ou la santé, mais aussi la transformation de l'environnement, la défense des libertés publiques ou le contrôle des comportements politiquement corrects.

Paradoxalement, cette exigence de responsabilité n'a pas limité la puissance des entreprises, elle l'a au contraire augmentée, car on leur demande d'agir dans des domaines toujours plus vastes. Quand tout devient « sociétal », l'entreprise sature la société. On croyait la maîtriser, la voici plus influente.

En conséquence, la manière dont se décident les orientations « sociétales » des très grandes firmes importe à la collectivité. C'est dans les instances de gouvernement d'entreprise comme le conseil d'administration ou l'assemblée générale que sont validés les plans stratégiques et que doit aussi se définir la politique de responsabilité sociétale. C'est donc là que la société civile devrait être logiquement représentée pour éclairer les choix en exprimant ses préoccupations et ses préférences. Compte tenu des enjeux, elles ne sont pas moins légitimes que celles



Pierre-Yves Gomez
est professeur
de management
stratégique et directeur
de l'Institut français
de gouvernement des
entreprises à l'EM-Lyon

3. Note de lecture de Rachel Beaujolin-Bellet, « (Re)penser l'entreprise en trois dimensions, à propos de l'ouvrage de Blanche Segrestin et Armand Hatchuel, *Refonder l'entreprise*, in *Annales des Mines – Gérer et comprendre*, 2013/2, n°112, p. 66-67.

MOSAÏQUE

(RE)PENSER L'ENTREPRISE EN TROIS DIMENSIONS

À propos de
l'ouvrage de Blanche
Segrestin et
d'Armand Hatchuel,
*Refonder
l'entreprise*, Seuil,
coll. La République
des Idées, 123 pages,
2012.

De nombreuses
revues ont ren-
du compte de
l'ouvrage de
B l a n c h e

Segrestin et d'Armand Hatchuel, *Refonder l'entreprise*. L'explication est simple. Avec une merveilleuse capacité à traiter d'enjeux complexes avec une simplicité non réductrice, cet ouvrage permet au lecteur de (re)penser l'entreprise contemporaine « en 3D » dans sa perspective historique, dans ses différents niveaux de lecture et sous la forme de propositions programmatiques. Si le propos est ouvertement critique – au sens où il opère par déconstruction, dénaturalisation et réflexivité, à l'instar d'un nombre croissant de travaux de

recherche en sciences de gestion –, l'ouvrage a aussi pour ambition de réassembler les pièces du puzzle et de proposer une nouvelle image, voire un nouveau film, ce qui est beaucoup plus rare.

La perspective historique que nous offre cet ouvrage sur la construction sociale de l'entreprise mériterait de figurer en cours introductif de toute formation de futurs

managers. Pas uniquement parce qu'il est toujours sain de savoir d'où nous venons pour comprendre où nous allons, mais aussi parce que ce *flash-back* éclaire sur la nature de la crise contemporaine de l'entreprise. Une bonne nouvelle, qui n'est pas réellement un scoop, mais qu'il est si nécessaire de rappeler : certes, les crises comportent des causes exogènes et mécaniques, mais elles renvoient avant tout à des responsabilités, et donc à des pratiques managériales, qu'il est possible de faire évoluer. Dans cette perspective historique, le processus d'institutionnalisa-

louage) instaure simultanément un nouvel échange : dans une relation de coopération et d'apprentissage collectif, la stabilisation de la main-d'œuvre autorise justement un développement de compétences collectives auxquelles les individus ne sauraient accéder en dehors de ce nouveau contexte organisationnel.

En découle l'émergence d'un « chef » d'entreprise qui n'est ni actionnaire ni propriétaire de l'entreprise et qui a pour mission de prévoir, d'organiser, de fédérer et de mobiliser.

La construction de l'entreprise moderne repose ainsi sur trois piliers : une dynamique de création collective, un espace de travail collectif organisé et une nouvelle forme d'autorité de gestion. Elle bâtit sa légitimité sur le fait qu'elle offre et soutient une promesse, celle de concevoir conjointement l'efficacité économique et la cohésion sociale. Cette histoire fait directement écho aux préoccupations contemporaines, qui s'accompagnent d'une propension à la nostalgie du type « et si ce bon (vieux) temps pouvait revenir ! », dans laquelle les auteurs ne tombent pas pour autant, bien qu'elle soit très tentante. Il faut dire que, dans la suite de l'histoire, le film s'accélère, et que le scénario devient celui de rapports de force (dont les auteurs de l'ouvrage ne sous-estiment pas la puissance) qui marquent l'avènement de la

Blanche Segrestin Armand Hatchuel Refonder l'entreprise

LA RÉPUBLIQUE DES IDÉES

Seuil

© ÉDITIONS SEUIL, COLL. LA RÉPUBLIQUE DES IDÉES

tion de l'entreprise moderne, tel qu'il s'opère au tournant du XX^e siècle, s'ancre en premier lieu dans la nécessité de construire et de développer des compétences collectives pour autoriser une dynamique d'innovation, le gage de création de nouveaux potentiels de valeur.

L'invention du contrat de travail (en lieu et place de contrats de

société anonyme confiant les principaux pouvoirs aux actionnaires, transformant la figure du dirigeant en VRP des actionnaires et réinstaurant des relations marchandes, avec leur lot de concurrence individualisée au sein même des enveloppes organisationnelles. Dans ce processus, ce sont les cohérences antérieures entre modes d'exercice du pouvoir, entre projet écono-

mique et projet social, et entre formes d'organisation et modes de management qui sont mises à mal, sans donner l'impression de pouvoir retrouver un jour un équilibre pérenne.

C'est là que s'ouvre une deuxième dimension : et s'il fallait regarder cette entreprise au prisme du droit pour apporter un nouvel éclairage sur le fait qu'elle soit à ce point ballottée au gré des rapports de forces ? La réponse serait alors simple, mais sa simplicité la rendrait quelque peu vertigineuse : cet objet, au cœur des systèmes socio-productifs, devenu si structurant des tissus économiques, des politiques publiques, des relations sociales, des constructions (notamment identitaires...) n'existe pas en droit... !

L'écart entre le réel et le cadre juridique semble tellement béant que l'on aurait aimé que les auteurs eussent déployé des hypothèses permettant de comprendre ce qui se présente à nos yeux comme une aberration.

Et ce sont, selon les auteurs, les *soft laws*, incarnées par les démarches de responsabilité sociale de l'entreprise – RSE – et par d'autres instruments extra-juridiques, qui ont fait figure de nouveau compromis social entre le pouvoir des directions et diverses formes d'implication des salariés qui sont autant de conditions de l'existence de dynamiques socio-productives innovantes. Et, dans cette trajectoire, c'est le principe d'une intervention législative autorisant un réel contrôle partagé entre dirigeants et salariés qui a été collectivement abandonné, entérinant le fait que le progrès collectif serait de l'ordre de la condition secondaire, et non de la raison d'être de l'entreprise. Mais les auteurs ne tombent pas dans le piège de la caricature universalisante qui ne serait qu'une réponse idéologique apporter à une autre idéologie : certes, des tentatives d'introduction de formes de démocratie sociale sont repérables ici ou là. Mais à défaut d'être « consacrées par le droit » et

demeurant dans le seul cadre de la société anonyme ballottée entre droit des sociétés et droit du travail, ces innovations demeurent fortement contingentes, éparses, voire isolées, laissant libre cours, dans d'autres contextes, à des formes d'organisation porteuses tout à la fois d'absence de légitimité, d'injustice et d'inefficacité. Comment, dès lors, proposer et porter une alternative forte ? Quatre principes sont à repenser et à recombinaison.

En premier lieu, il faut replacer l'ambition d'innover au cœur de la mission de l'entreprise en lieu et place d'une focalisation sur le seul objectif du profit, ce qui d'emblée vient donner une place centrale aux processus de coopération collectifs.

En deuxième lieu, il convient de créer les conditions de l'instauration de véritables chefs d'entreprise en lieu et place de mandataires de personnes morales dépourvus d'autonomie de gestion, et donc sans autorité de décision, en substituant l'habilitation par les salariés au mandat : c'est alors qu'il y aurait véritablement « entreprise », c'est-à-dire un ensemble de personnes acceptant de « confier à un dirigeant une mission de progrès collectif ».

En troisième lieu, il ne faut pas faire abstraction de l'enjeu que recouvre le contrôle de l'exercice du pouvoir, mais il ne doit être confié ni à une seule famille d'acteurs (comme, par exemple, les actionnaires) ni à un groupe d'acteurs diffus et dilué (comme, par exemple, toutes les parties prenantes) : cela implique, par contre, d'identifier, pour exercer cette capacité d'habilitation, le périmètre des acteurs engagés dans l'entreprise et qui reconnaissent l'autorité en charge de la gestion.

En quatrième lieu, enfin, il faut instaurer des principes de solidarité à même de soutenir l'engagement des uns et des autres sous la forme d'une mutualisation des risques. Puisqu'il s'agit *in fine* de refondre les cadres juridiques de

l'entreprise, les auteurs se risquent à deux propositions, celle d'une « société à objet social étendu » et celle d'une « entreprise à progrès collectif ».

Vous l'aurez compris, on ressort de la lecture de ce livre comme d'une vivifiante randonnée en montagne ou d'une sortie au bord de la mer, selon les préférences : désintoxiqués et re-énergisés. Il y a à tout le moins une forte cohérence de la part des auteurs, à vouloir promouvoir l'innovation collective et à donner envie aux lecteurs de s'engager dans une démarche d'entrepreneuriat institutionnel qui contribuerait à porter leurs propositions.

Mais Blanche Segrestin et Armand Hutchuel le savent pertinemment, il faut que de nombreuses conditions soient réunies pour que les innovations « prennent ». La lecture des remerciements nous informe d'ailleurs du fait que ce livre est loin d'être un objet isolé, il s'inscrit dans une démarche collective, en réseau, qui a préexisté à sa publication, et qui perdure.

Par Rachel BEAUJOLIN-BELLET, Reims Management School.