

# Six ans après Enron : le nouveau visage des capitalismes

**Olivier Pastré**  
***Cercle des économistes***

Un jour tout sera bien, voilà notre espérance.  
Tout est bien aujourd'hui, voilà l'illusion  
Voltaire

Que Décembre 2001 paraît loin ! Quand, brutalement - éclair d'orage dans un ciel uniformément bleu - Enron, le fleuron du capitalisme américain, classé quatre fois au cours des cinq années précédentes « entreprise américaine de l'année » par le magazine Fortune, se met sous la protection de la loi des faillites et révèle à ses petits actionnaires, à ses salariés et au reste du monde (anesthésiés, par ailleurs, par le mirage Internet), plus de 50 dérives par rapport au modèle archétypique de l'entreprise du XXI<sup>ème</sup> siècle<sup>1</sup>. On connaît la suite : 4 000 milliards de valeur boursière détruits dans le monde au cours des huit premiers mois de 2002, soit presque cinq fois plus que lors du krash de 1987, c'est à dire l'équivalent du PNB du Japon.

Six ans après, il est temps de dresser un bilan des progrès qui ont été accomplis depuis cet avertissement que je considère salutaire en matière de gouvernance d'entreprise. Pour établir ce bilan, il est deux types de questions qui me semblent devoir être adressées. La première, la plus simple, concerne le « qu'a-t-on fait depuis ? ». La deuxième, plus générale et plus déterminante pour l'avenir, peut être formulée de la manière suivante : « les capitalismes nationaux sont-ils en train de converger vers un modèle unique ou, au contraire, de s'enraciner dans leurs identités vernaculaires ? ». De la réponse à cette deuxième question dépendent crucialement les réformes qu'appellent les réponses apportées à la première.

« D'où venons-nous ? Qui sommes-nous ? Où allons-nous ? ». Le titre donné par Gauguin à un de ses plus beaux tableaux (qui se trouve au Musée de Boston) retrace assez bien la démarche intellectuelle nécessaire pour éclairer ainsi le devenir de la diversité des capitalismes contemporains.

## **I- D'où venons-nous ?**

En six ans, qu'a-t-on fait pour éviter que ne se multiplient et ne s'aggravent les dérives de la mondialisation ? Finalement bien peu de choses. Et pourtant, le système continue à fonctionner. De la valeur a été créée plus qu'à aucune période de l'histoire du capitalisme. Au prix, certes, d'inégalités croissantes. Mais force est de constater que le bilan est « globalement positif ».

Si l'on essaie de prendre un peu de recul, il faut commencer par reconnaître que le lien micro - macro n'a jamais été aussi étroit qu'aujourd'hui. Les entreprises (au moins certaines d'entre elles), étant devenues mondiales à coup de rachat de concurrents, rivalisent avec les Etats et s'imbriquent chaque jour d'avantage dans les problématiques macroéconomiques. La gouvernance d'entreprise ne peut donc, moins que jamais, se limiter aux interrogations sur le rôle du conseil d'administration et sur l'objectivité supposée des « administrateurs

---

<sup>1</sup> O. Pastré § M.Vigier : « Le Capitalisme Débousolé », La Découverte, 2002.

indépendants ». Le temps des rapports Viénot et autres Bouton est désormais révolu<sup>2</sup>. Jouant un rôle de plus en plus sociétal, les entreprises ne peuvent plus limiter leur vigilance aux seules considérations d'équilibre des pouvoirs internes. La période n'est plus à « ce qui est bon pour General Motors est bon pour le reste du Monde » mais à « ce qui est bon pour le reste du Monde est bon pour l'Oréal et Microsoft ». D'où la nécessité de s'interroger, à l'origine même de notre réflexion, sur ce qui a changé au cours de la période récente dans la gouvernance mondiale. Deux changements de fonds me semblent dominer tous les autres. Tout d'abord, la crise des instances de régulation post-Bretton Woods. Qu'il s'agisse du FMI, de la Banque Mondiale et, dans un autre registre, de l'OMC, toutes ces institutions connaissent une crise, à la fois de marché (en particulier le FMI), de périmètre d'action (en particulier l'OMC) et de gouvernance (en particulier la Banque Mondiale). Jamais les moteurs de la mondialisation n'ont été si puissants et jamais les institutions régulatrices de cette mondialisation n'ont été aussi fragiles. Rien d'étonnant à ce que les dérapages se multiplient.

Par ailleurs, deuxième tendance de fonds, l'équilibre mondial des pouvoirs économiques est en train de basculer. Les pays émergents - et, au cœur d'entre eux, les BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) - sont en train de passer de leur statut d'« armée industrielle de réserve » à celui de marchés et, surtout, à celui de concurrents. Concurrents pas seulement sur les industries « low tech » et sur leurs marchés nationaux. Mais, de plus en plus, sur les technologies avancées et sur les marchés développés. Et, sur ces marchés, pas seulement en tant qu'exportateurs mais désormais, de plus en plus souvent, en tant qu'investisseurs. Il ne suffisait pas que l'équilibre de la balance des paiements américains repose sur l'épargne des paysans chinois. Désormais le Dow Jones aussi bien que le CAC 40 se trouvent directement menacés. Il faut s'en convaincre : Mittal n'est que l'avant-garde de l' « année capitaliste de conquête » des pays émergents. Un seul chiffre : 70 des 100 premières entreprises des pays émergents ont déjà fait une acquisition à l'étranger. Et cela ne fait que commencer.

Ces mouvements de « tectonique des plaques économiques » ne peuvent pas ne pas avoir d'incidence sur la gouvernance des entreprises qui structurent aujourd'hui la mondialisation. Or, dans ce domaine que constate-t-on ? Des accès de fièvre de plus en plus fréquents et de moins en moins de prescription médicale. On croyait, au départ, les accès de fièvre limités au territoire américain. Il est vrai que la gouvernance d'entreprise y était particulièrement lâche. Du « tout ce qui n'est pas interdit est autorisé » issu de la *common law* en passant par l'organisation des professions de l'information financière, grosse de tous les conflits d'intérêt possibles et imaginables, le terreau des dysfonctionnements se révélait, dans ce pays, particulièrement riche au départ. Il est vrai aussi que la loi Sarbanes Oxley, si elle a découragé de nombreuses entreprises de se faire coter à Wall Street, n'a pas empêché la reprise des turpitudes managériales sur de nouveaux territoires, comme en a récemment témoigné le scandale des *stock-options* antidatées<sup>3</sup>.

Mais le virus H5NI des dérives managériales ne s'est pas cantonné au territoire américain, comme le prédisaient en 2002 les bons esprits de ce côté de l'Atlantique. De Vivendi en Ahold et de Parmalat en EADS, ceux-ci ont dû déchanter. Les dérives comptables, financières et managériales n'étaient, en rien, un monopole anglo-saxon. Si « trop de marché peut tuer le marché », trop d'intermédiation bancaire peut le faire aussi bien. Face à de tels dysfonctionnements, nous étions en droit d'attendre une réaction salutaire. Il n'en fut rien ou presque. Quelque soient les excès de Sarbanes Oxley, on peut dire que les régulateurs américains ont, avec cette loi, frappé fort et ont, de ce fait, très sûrement, évité le pire. L'Europe moralisatrice n'a pas eu ce courage. L'examen, pour la France (qui n'est pas

<sup>2</sup> O. Pastré : « Le gouvernement d'entreprise n'est pas du seul ressort du conseil d'administration », Les Cahiers du Cercle des Economistes, N° 2, Mai 2003.

<sup>3</sup> O. Pastré : « Le capitalisme actionarial déboussolé » in D. Plihon (éd) : « Les Désordres de la Finance », Encyclopédie Universalis, Mars 2004.

la dernière de la classe dans ce domaine), de la loi sur la Sécurité Financière (2003) et de la loi NRE (2005) montre que, sur ce registre, l'Europe s'est contentée d'établir le service minimum. Elle fait ainsi semblant de croire que l'automédication permet à la plupart des malades de se soigner. Ce qui est médicalement faux.

A cette apathie régulatrice répond (et les deux sont liés) l'« assourdissant silence » des investisseurs institutionnels (les célèbres « zinzins »<sup>4</sup>). Qu'ils soient anglo-saxons ou européens (et demains chinois ?), ceux-ci détiennent collectivement plus de 50 % du capital des entreprises du CAC 40. Individuellement, pour ces investisseurs, deux stratégies s'opposent. Celle, largement majoritaire, du « Wall Street Walk », qui consiste à vendre les titres des entreprises dont on désapprouve la stratégie. Et celle, très minoritaire aujourd'hui, mais de plus en plus prise en compte (compte tenu de son efficacité boursière), de l'« activisme déstabilisateur » : il suffit de prendre quelque % du capital d'un Euronext ou d'un ABN-Amro, de contester le management, de provoquer ainsi une bataille boursière et de s'en aller, plus values faite, quelques semaines plus tard. Cet activisme *one shot* a sûrement des mérites boursiers, peut-être des vertus disciplinaires, mais est-ce cela vraiment que l'on est en droit d'attendre de gestionnaires de l'épargne à long terme de nos futurs retraités ?

Ne soyons pas trop durs. Certains progrès ont été accomplis. Comme en témoignent la plupart des études, la participation aux AG augmente. Il en est de même du taux de contestation des résolutions présentées aux AG. Du côté des conseils d'administration, ceux-ci se féminisent (7 % des administrateurs du CAC 40) et font davantage appel à des administrateurs « indépendants » (46 %) ainsi qu'à des administrateurs étrangers (700 pour les 300 plus grandes entreprises cotées européennes). Mais cela ne doit pas faire illusion.

Car, à cela, s'ajoute une dernière régression en matière de gouvernance d'entreprise : la précarisation et donc la « mercenarisation » de PDG. Avec ceux-ci, le « deal » est de plus en plus souvent le suivant : « ton pouvoir étant de plus en plus fragile, tes garanties financières doivent être de plus en plus solides ». Dit autrement : « pouvant de plus en plus facilement mettre un terme à ton contrat sous la pression des actionnaires, je me dois de te protéger ex-ante ». Les PDG deviennent ainsi des « intermittents du spectacle financier ». Les « parachutes dorés » en plus...

Quelles conclusions - provisoires - tirer de ces évolutions ? Rien de bien réjouissant. Une régulation résolument « néo-impressionniste » (i.e pointilliste), des actionnaires « avisés », soit trop silencieux soit trop bruyants, et des patrons « flexsécurisés » : cela donne « un capitalisme de fuite en avant », qui ne s'amende que ponctuellement en appliquant les préceptes du *learning by doing wrong*. Mais, au fait, Le capitalisme existe-t-il ? Les modèles nationaux se dissolvent-ils dans le grand bain acide de la mondialisation ? That is another question.

## II- Qui sommes-nous ?

La fusion entre le NYSE (New York Stock Exchange) et Euronext constitue un bon exemple de la complexité de la situation actuelle. Le rapprochement entre Euronext et Deutsche Börse aurait dû tout naturellement se faire pour consolider l'espace boursier européen. C'est au moins ce que souhaitaient les deux fonds activistes anglo-saxons qui détenaient plus de 10 % du capital des deux opérateurs. Ce rapprochement s'est avéré impossible, principalement du fait de la psycho-rigidité absolue du Land de Hesse, régulateur de Deutsche Börse. Euronext s'est alors tourné vers le NYSE, plus puissant mais moins en pointe technologiquement, et la fusion s'est opérée sur la base d'un mode de gouvernance qui emprunte au moins autant au modèle européen (fondation hollandaise par exemple, qui vise à préserver l'indépendance opérationnelle d'Euronext) qu'au modèle anglo-saxon. La

---

<sup>4</sup> O. Pastré : « Les Nouveaux Piliers de la Finance », La Découverte, 1992.

question qui se pose ici est la suivante : du fait de la mondialisation, les capitalismes convergent-ils vers un modèle unique, à priori anglo-saxon, ou, au contraire, s'enracinent-ils dans leurs diversités ? La réponse à cette question, cela n'étonnera personne, n'est pas simple.

Il existe et il subsiste d'importantes différences, fruits de l'Histoire, entre les deux grands modèles de gouvernance : le modèle anglo-saxon qui s'appuie sur le financement de marché et une logique de *shareholders* (les dirigeants d'entreprise n'ont à rendre de compte qu'aux actionnaires) et le reste du monde qui, jusqu'au début des années 80, s'appuyait davantage sur un financement intermédié et une logique de *stakeholders* (les dirigeants ont à rendre des comptes à leurs actionnaires mais aussi aux autres « parties prenantes » de l'entreprise que sont les salariés, les clients,...)<sup>5</sup>. A ce clivage fondamental (et articulé à lui) s'ajoutent de nombreux éléments de différenciation quant aux conditions de gouvernance des entreprises. On ne le rappellera jamais assez, la *common law* n'est pas le droit romain. Alors que, dans le monde anglo-saxon, seul compte, quelque soit l'intention, le respect de la loi et seul règne l'obligation des moyens, en Europe Continentale sont privilégiés l'intentionnalité et l'obligation de résultat. Par ailleurs, le tissu même du capitalisme diffère dans les deux modèles. Dans le modèle anglo-saxon, le capital des entreprises (notamment les plus grosses) est moins concentré, le poids des PME est plus limité et l'intervention de l'Etat (capitalistiquement et réglementairement) se fait plus discrète que dans le modèle que nous qualifierons d'« intermédiation ». Enfin la sélection des élites managériales se veut, dans le modèle anglo-saxon, plus élective même si, dans le modèle alternatif, l'homogénéité relative des recrutements a des ressorts spécifiques dans chacun des pays.

Tout cela crée des modes de gouvernance qui ne peuvent être assimilés à un modèle unique de type « prêt-à-porter ». Ceci posé, des voies de convergence existent aussi entre ces deux modèles et, mondialisation aidant, certaines identifications semblent possibles. Le modèle d'intermédiation se colore ainsi progressivement de touches anglo-saxonnes. Nous l'avons déjà dit, les conseils d'administration européens sont de plus en plus *NYSE-compliant*s (à Sarbanes Oxley près). Mais la « mise en conformité » avec les règles dominantes de la mondialisation va bien au-delà. D'abord le mouvement de privatisation est passé par là, qui a fait refluer l'Etat dans son rôle d'actionnaire souvent dominant. Puis les marchés financiers ont pris du volume et de la liquidité. Le modèle de *shareholder* s'en est trouvé conforté et les mécanismes disciplinaires de marché, comme les OPA, ont trouvé là une légitimité nouvelle.

Par ailleurs, qu'on le veuille ou non, l'édition des normes internationales, fait progressivement pencher la balance du côté du modèle anglo-saxon. C'est vrai globalement des normes juridiques. Mais c'est vrai peut-être plus encore du côté des normes comptables, l'Europe ayant abdiqué toute souveraineté comptable au profit d'un IASB (International Accounting Standard Board), ethnologiquement anglo-saxon et réglementairement hors de tout contrôle. D'où certaines dérives, comme celle touchant à la valorisation de certains actifs bancaires (les normes IAS 32 et IAS 39, relatives à la *fair value*) qui, objectivement, pénalisent les banques européennes par rapport à leurs concurrentes américaines<sup>6</sup>.

Enfin, volens nolens, au niveau même de la *corporate governance* au sens le plus strict, l'« anglo-saxonisation » des règles du jeu se fait aussi sentir. Ainsi en est-il avec la montée en puissance du contrôle « externe » des entreprises (contrôle effectué par l'environnement des entreprises) par rapport au contrôle « interne », jusqu'alors dominant en Europe. Ainsi en

---

<sup>5</sup> O. Pastré : « Le gouvernement d'entreprise : question de méthode et enjeux théoriques », Revue d'Economie Financière, hiver 1994.

<sup>6</sup> O. Pastré : « Les dix commandements du gouvernement d'entreprise », Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde, Septembre 1996.

témoigne, parmi d'autres exemples, la mode dont jouissent aujourd'hui les *class actions* en France, dont l'efficacité aux Etats-Unis n'est pourtant pas avérée.

Cette convergence évidente du modèle européen vers le modèle anglo-saxon ne doit pas, pour autant, faire oublier que le mouvement inverse existe aussi. Un exemple me paraît particulièrement révélateur : celui de l'Investissement Socialement Responsable (ISR). Son origine est, certes, américaine et son développement en Europe peu paraître, à ce jour, marginal. Mais l'ISR relève pleinement et entièrement d'une problématique de *stakeholders* : avec l'ISR, la plus value instantanée réalisable par les actionnaires ne constitue plus ainsi « l'alpha et l'oméga » de la gouvernance d'entreprise.

Tous ces éléments de convergence ont vu leur poids s'accroître depuis quelques années. Il n'empêche. Ces convergences ne doivent pas masquer l'importance des disparités entre modèles et, plus encore, le maintien, voire l'accroissement, des spécificités nationales<sup>7</sup>. Cela est d'autant plus important que la montée en puissance des pays émergents donne à ces spécificités un poids relatif qui n'est pas prêt de décroître. Pour ne prendre que l'exemple - parfaitement représentatif - de la France, il est de bon ton de déclarer aujourd'hui que le « modèle social français » est en crise. Ce qui est parfaitement exact à bien des égards. Mais ceci n'empêche en rien la persistance de contrats (si l'entreprise est un « nœud » de contrats, la société l'est aussi) historiquement parfaitement déterminés. Si les privatisations se sont multipliées (en particulier sous des gouvernements socialistes), l'Etat continue à jouer un rôle dans la gouvernance des grandes entreprises - certes plus discret et c'est tant mieux (hors éruptions sporadiques sur le thème du « patriotisme économique ») -. Si le « capitalisme populaire » a connu une décennie de gloire (les années 90), celui-ci a vite reflué avec l'éclatement de la bulle Internet et, plus structurellement, avec l'absence de fonds de pension. Cela pour ne s'en tenir qu'à l'aspect strictement capitalistique (qui, in fine, prend l'ascendant sur les autres). Mais cela va bien au-delà. Si l'Inspection des Finances et le Corps des Mines ont vu leur étoile pâlir, respectivement dans la banque et dans l'industrie, leurs manes continuent à exercer, dans l'ombre, leur « magister d'influence ». De même si certains hiérarques socialistes rêvent d'une resyndicalisation quasi-obligatoire, la réalité, à horizon prévisible, n'est pas celle là et marquera (comme elle marque déjà) la spécificité du *stakeholding* français par rapport à la *mitbestimmung* allemande (même si celle-ci est en cours de recomposition).

Si des particularismes creusent ainsi leur sillon de manière différente dans chaque pays, en prenant un peu de recul, il me semble qu'il est un pigment commun qui colore la gouvernance d'entreprise de tous les pays non anglo-saxons. Ce pigment a pour fondement le poids des PME dans l'économie nationale. Car on assiste à une bipolarisation croissante de la gouvernance des entreprises, entre celle des grandes entreprises intimement insérées dans la mondialisation et celle des PME étroitement dépendantes, dans la plupart des cas, de considérations au mieux nationales. Ces PME sont, à la fois l'avenir de ces pays, sur le plan social (création d'emploi) et économique (création de valeur), et leur passé sur le plan de la gouvernance. Ce hiatus mérite, à tout le moins, réflexion.

On l'aura constaté, des forces centrifuges et centripètes s'exercent et s'opposent en matière de gouvernance d'entreprise, sans qu'il soit possible de dire à ce stade lesquelles l'emporteront (si victoire il y a). Reste maintenant à savoir de quoi l'avenir sera fait. Ou au moins devrait être fait.

---

<sup>7</sup> O. Pastré : « Corporate governance : the end of « l'exception française », "Columbia Business Law Review", Mars 1998.

### III- Où allons-nous ?

Définitivement, il n'existe pas de schéma « idéal-type » de gouvernance des capitalismes nationaux. Ceci ne doit pas nous empêcher d'éclairer l'avenir en essayant de définir quels sont les invariants permettant d'esquisser les voies et les moyens d'une meilleure gouvernance mondiale.

Mais avant cela, il faut savoir faire preuve de modestie et de curiosité. Deux grandes séries de questions se doivent d'être posées pour éclairer les réformes que les dysfonctionnements récents de la mondialisation rendent indispensables. Ces questions ont donné lieu à trop peu de recherches et trop peu de débats. Elles peuvent être regroupées autour de deux thèmes majeurs.

- 1) Concernant les moyens, faut-il privilégier :
  - la loi ou le contrat ?
  - l'autorégulation ou la régulation externe ?
- 2) Concernant les acteurs, quel doit être le rôle respectif de l'Etat, des ONG, des syndicats et des organismes internationaux<sup>8</sup> ?

Dernière question, et non des moindres pour moi : quel doit être la place de l'Europe - si place il doit y avoir - dans cette nouvelle gouvernance<sup>9</sup> ?

Ces questions posées et sans même attendre les réponses, les lignes de force d'une gouvernance mondiale améliorée sont au nombre de quatre<sup>10</sup> :

- **La régulation.** Ayant souligné l'apathie régulatrice en matière de gouvernance d'entreprise, il faut aller plus loin. Il faut souhaiter une « glocalisation » de la gouvernance, une gouvernance à la fois globale et locale. Au niveau global, « il n'y a pas photo » : sans une réforme de gouvernance des institutions internationales, les capitalismes, du Nord, mais plus encore du Sud, resteront sans repères précis. Au niveau local, il convient d'insister sur la nécessaire modernisation de la gouvernance des PME ou, dit autrement, des entreprises non cotées en Bourse. Car c'est là que portera durablement le poids économique dominant. Or ces entreprises n'ont pas les mêmes problèmes de gouvernance que les « stars » du CAC 40 ou du Dow Jones (transparence, *accountability*...).
- **Les normes internationales.** Dans le cadre de la dérégulation, de multiples chantiers de normalisation internationale ont été ouverts. Pour ne prendre que l'exemple des banques, celles-ci sont soumises à, au moins, deux « tsunamis » réglementaires : celui des normes comptables, avec l'IASB, et celui des normes prudentielles, avec Bâle II, auxquels s'ajoutent, pour les banques européennes, les normes de Bruxelles qui rentrent dans le plus intime détail de l'activité bancaire (comme en témoigne le récent projet SEPA en matière de moyens de paiement). La durée de vie moyenne d'une norme internationale étant de plusieurs dizaines d'années (20 ans pour les normes prudentielles bancaires), il paraît urgent de réfléchir plus avant aux

---

<sup>8</sup> O. Pastré : « Gouvernement d'entreprise : quatre réformes et une idée pour restaurer la confiance » in Cercle des Economistes : « Peut-on faire confiance aux marchés financiers ? », Descartes et Cie, 2003.

<sup>9</sup> O. Pastré : « A la recherche d'un modèle européen de gouvernance d'entreprise », Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde, 2004.

<sup>10</sup> O. Pastré : « Financement de l'économie et gouvernement d'entreprise : vers une nouvelle économie financière », in Pierre Dockès (éd) : « ordres et désordres dans l'économie monde », PUF, 2002.

conséquences de cette nouvelle vague normalisatrice sur la gouvernance des entreprises et des économies nationales.

- **La dynamique actionnariale.** Le développement des marchés financiers conduit inéluctablement à la fragilisation du capital des grandes entreprises. Ceci présente l'avantage de renforcer la discipline managériale mais a aussi l'inconvénient de remettre en cause la nationalité des entreprises<sup>11</sup>. Une réflexion se doit donc d'être menée sur ce dernier thème. Ceci oblige à s'intéresser au rôle respectif du *private equity*, de l'épargne salariale, des investisseurs institutionnels (et en particulier des banques dans le nouveau cadre de Bâle II) et de certains organismes financiers spécialisés comme, en France, la Caisse des Dépôts et le Fonds de Réserve des Retraites.
- **La dynamique salariale.** Sans aller jusqu'à questionner la pertinence du partage Salaire- Profit établi dans le cadre de la dérégulation mise en oeuvre au début des années 80, une réflexion doit être menée sur le devenir de la valeur Travail et, en particulier, sur le rôle à venir des syndicats. Si une nouvelle gouvernance mondiale doit être rendue opérationnelle, le rôle des corps intermédiaires se doit d'être précisé et tout particulièrement celui des courroies de transmission (et de friction) entre le facteur Capital et le facteur Travail. Comment rendre plus opérationnels et mieux insérés dans le mouvement de mondialisation les instances de représentation des salariés ? Ceci n'est pas seulement une question mais aussi déjà un début de réponse...

---

<sup>11</sup> O. Pastré : « La Méthode Colbert ou le Patriotisme Economique Efficace », Perrin, 2006.