

Enron : une drôle d'éthique financière

La « création de valeur pour l'actionnaire » s'est imposée comme la nouvelle éthique des affaires. Chronique d'une transformation en profondeur du capitalisme qui s'est soldée par le fameux scandale financier de 2001.

LA FAILLITE FRAUDULEUSE d'Enron en 2001 a été l'un des plus grands scandales financiers de tous les temps. Une firme célébrée par les journalistes économiques, encensée par les analystes financiers, certifiée par l'une des plus prestigieuses sociétés de commissaires aux comptes (Arthur Andersen) devait de longs mois de croissance de ses profits à une falsification pure et simple de ses comptes... Un an après l'éclatement du scandale, la valeur boursière de la firme avait été divisée par 350, réduisant en fumée l'essentiel de la retraite de ses salariés (composée à 60% d'actions d'Enron).

La fausse revanche des actionnaires

La banqueroute de la firme énergétique comme celle du géant des télécommunications WorldCom, survenue quelques mois plus tard, représentent l'envers d'un nouveau modèle managérial. La « création de valeur pour l'actionnaire » est devenue dans les années 1980 la nouvelle éthique du monde des affaires. Le temps où les PDG géraient les entreprises dans leur propre intérêt, construisant d'immenses conglomérats sur lesquels ils exerçaient leur férule, était révolu. La presse économique voyait là « la revanche des actionnaires ». Les *managers* étaient à présent appelés à gérer leurs entreprises

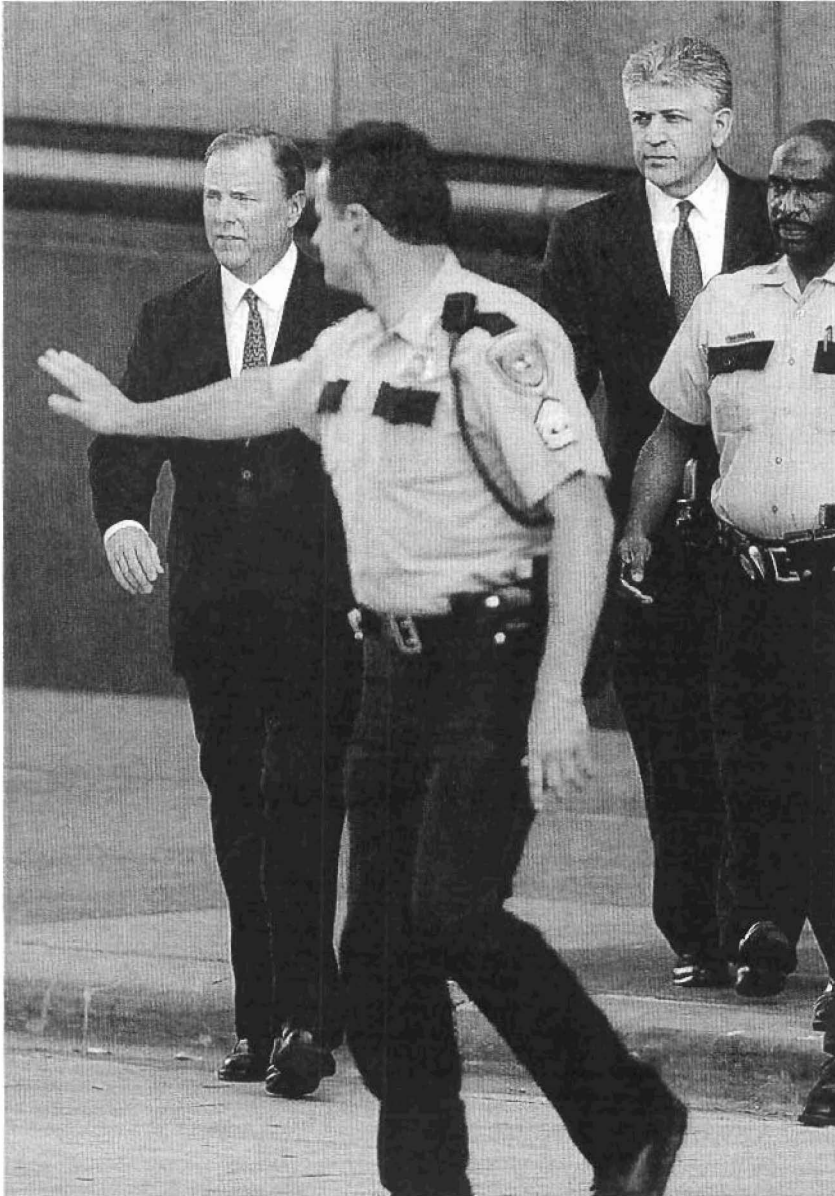
dans l'intérêt des véritables propriétaires de celles-ci, qui devraient désormais se replier sur leur « cœur de métier ». Les économistes racontaient une histoire similaire. Ils disaient, modèles de principal-agent* à l'appui, que le meilleur moyen pour les actionnaires de contrôler les *managers* consistait à indexer leur rémunération sur les gains de l'actionnaire. Et parce que le moyen le plus rapide d'augmenter ces gains est d'augmenter la valeur des actions, ils ont encouragé les conseils d'administration à payer les PDG avec des *stock-options*, grâce auxquelles, argumentaient ces économistes, les *managers* travailleraient pour accroître la valeur des actions.

Journalistes et économistes admettent aujourd'hui que les scandales des comptes falsifiés de Enron et de WorldCom sont le résultat de la nouvelle priorité des firmes. D'un coup, les dirigeants pouvaient construire d'immenses fortunes en mentant sur les gains réels de leurs entreprises, car ces mensonges avaient pour effet de propulser la cotation boursière de ces firmes. Les PDG avaient tout à y gagner car l'accroissement de la valeur des actions leur permettait de vendre leurs *stock-options* au prix fort.

Si la sociologie économique partage cette analyse, elle diffère quant à l'origine de cette nouvelle stratégie managériale. L'éthique de la création de valeur pour l'actionnaire a peu à voir avec les actionnaires eux-mêmes. Elle a été promue par des acteurs financiers qui y voyaient leur propre intérêt. La nouvelle stratégie a enrichi des firmes spécialisées dans les OPA agressives, les analystes financiers, les investisseurs institutionnels et les PDG eux-mêmes. Entre 2000 et 2003, les valeurs boursières américaines ont stagné, mais l'élite managériale des plus grandes

FRANCK DOBBIN

PROFESSEUR DE SOCIOLOGIE À HARVARD. SON LIVRE *FORGING INDUSTRIAL POLICY. THE UNITED STATES, BRITAIN, AND FRANCE IN THE RAILWAY AGE* (CAMBRIDGE UNIVERSITY PRESS, 1994) A ÉTÉ DISTINGUÉ PAR LE PRIX DE L'AMERICAN SOCIOLOGICAL ASSOCIATION, 1996. OUTRE *THE SOCIOLOGY OF THE ECONOMY* (RUSSEL SAGE FOUNDATION PRESS, 2004), IL A RÉCEMMENT PUBLIÉ, AVEC DIRK ZORN, « CORPORATE MALFEASANCE AND THE MYTH OF SHAREHOLDER VALUE », *POLITICAL POWER AND SOCIAL THEORY*, VOL. XVII, 2005.



Houston (Texas) le 31 janvier 2006. Deuxième jour du procès du président de Enron, Jeffrey Skilling (ci-dessus lors de son arrivée au tribunal avec son avocat), et du *chairman*, Kenneth Lay, accusés d'avoir institué une fraude massive ayant mené le géant de l'énergie à la faillite.

firmer du pays a empoché 10% de leurs profits. Aux Etats-Unis, les actionnaires sont aujourd'hui les caisses de retraite des salariés. Ce ne sont pas eux qui conduisent des Lamborghini ces jours-ci, mais plutôt les *managers* des fonds d'investissements.

Pour comprendre ces évolutions, il est utile de revenir à la situation qui prévalait jusqu'aux années 1970. L'entreprise idéale était alors un conglomérat géré à la manière d'un portefeuille d'actifs. Les PDG cherchaient majoritairement à faire grossir leur entreprise au moyen d'acquisitions diversifiées. L'essentiel des revenus des dirigeants consistait alors en salaires :

plus grande était leur société, plus gros était leur salaire (11). Les chercheurs en sociologie économique ont montré que ce modèle a été mis à bas, non par des actionnaires malheureux, mais par trois groupes d'acteurs financiers.

Les firmes spécialisées dans les OPA hostiles sont le premier d'entre eux. Le sociologue Gerald Davis et son équipe à l'école de commerce de l'université du Michigan ont mis en évidence leur rôle (12). Le succès de la firme Kohlberg, Kravis et Roberts (KKR) a montré à quel point la stratégie consistant à acheter de larges conglomérats, puis à vendre leurs activités périphériques, pouvait accroître la va-

leur boursière. A partir de 1976, KKR a racheté plus de 40 compagnies pour les restructurer, dont un géant de l'agroalimentaire comme NJR Nabisco. Les *managers* des firmes comme KKR devinrent la nouvelle élite des Etats-Unis.

A la fin des années 1970 et pendant les années 1980, les OPA hostiles débouchaient généralement sur l'éviction des équipes managériales, de sorte que ces dernières tentaient de se prémunir contre de telles attaques. Elles truffaient leurs comptes de « pilules empoisonnées » (comme l'émission d'obligations prévoyant une clause de rachat à un prix exorbitant en cas de changement de propriétaire), et s'assuraient des « parachutes dorés » (des indemnités faramineuses en cas de licenciement). La meilleure défense étant une attaque musclée, les PDG eux-mêmes se mirent à vendre des activités secondaires afin d'accroître la valeur boursière de leur entreprise et décourager les OPA.

Les investisseurs institutionnels ont eux aussi contribué à l'émergence du nouveau modèle managérial (13). Pendant les années 1980 et 1990, ces acteurs ont intégré les Fortune 500 (la liste des 500 premières sociétés recensées par la revue *Fortune*) car ils contrôlaient une fraction croissante de l'épargne américaine. Entre 1980 et 2000, la part du capital des Fortune 500 gérée par des investisseurs institutionnels est passée de 20 à 60%. Ils ont encouragé les entreprises à se focaliser sur une seule activité. La stratégie de diversification, pensaient-ils, relevait de leur propre compétence : à chaque firme un métier et à eux la gestion des portefeuilles (14).

Le rôle des analystes financiers

Les *managers* des fonds d'investissement demandèrent également aux PDG de se focaliser sur la valeur boursière parce que leurs propres revenus dépendaient de l'accroissement de la valeur des portefeuilles qu'ils géraient. Ils encouragèrent les conseils d'administration à indexer les rémunérations des PDG sur les variations de la valeur boursière. Nombre de PDG se virent alors rémunérés en *stock-options* en sus de leur salaire. En leur permettant d'acheter de larges fractions du capital de l'entreprise au prix de l'année antérieure et de les vendre au prix de l'année en cours, les *stock-options* les récompensaient pour l'accroissement de la valeur boursière obtenue.

Pour le sociologue Ezra Zuckerman, professeur au MIT, l'idée selon laquelle

les actionnaires ont exigé le démantèlement des conglomérats passe sous silence un facteur clé : le rôle des analystes financiers. Ceux-ci n'étaient généralement compétents que dans un seul secteur d'activité. Ils avaient donc tendance à se focaliser sur les entreprises monosectorielles. Or, le fait d'être noté (et bien noté) par un cabinet d'analystes financiers stimulait la valeur du titre d'une entreprise. Les PDG cherchaient donc à être notés sur leur cœur de métier. Si, au début des années 1980, les PDG démantelaient leurs entreprises pour échapper à une OPA hostile, dans les années 1990, ils le faisaient pour accroître la valeur boursière de leur entreprise [1]. Les analystes financiers proposèrent alors un nouvel indicateur, l'estimation des gains

des années 1990. En 2000, les meilleurs analystes pouvaient gagner jusqu'à 20 millions de dollars par an. Ils travaillaient pour des banques qui avaient souvent des intérêts directs dans les firmes qu'ils étaient chargés d'évaluer, avec d'inévitables conséquences en termes de conflit d'intérêt [2].

Les icônes de la malfaisance managériale

Les PDG se mirent à embaucher des directeurs financiers, chargés de gérer l'image publique de la firme et les déclarations de revenus trimestriels. En 1975, parmi les plus grandes entreprises américaines, 5% avaient un directeur financier. En 1995, ce chiffre était passé à

comme la loi boursière la plus importante depuis les Securities Act des années 1930, elle n'a pourtant pas mis fin aux *stock-options* et aux incitations perverses qu'elles représentent pour les dirigeants d'entreprise. Ceux-ci ont toujours toutes les raisons de soumettre de faux rapports. Avec la nouvelle législation, les PDG sont plus conscients des risques du mensonge, ce qui les a rendus plus scrupuleux à l'heure de manipuler les comptes. En 2005, un nombre record de 1 200 entreprises a procédé à un « *restatement* » (révision) de leurs comptes, c'est-à-dire admis avoir publié des comptes erronés. Ce chiffre est 4 fois plus important qu'en 2001. On peut certainement attribuer une part de cette augmentation au Sarbanes-Oxley Act, qui encourage des conduites plus honnêtes dans le domaine. Mais parmi ces *restatements* nombreux sont ceux qui occultent d'autres mensonges et tricheries.

La valeur pour l'actionnaire a la vie dure. Avec elle, le capitalisme marche sur la tête. Les travailleurs sont devenus les véritables propriétaires des firmes (à travers leurs caisses de retraite) et la nouvelle élite économique comporte non plus des propriétaires mais une nouvelle catégorie de travailleurs financiers. Cette élite a pu pour l'instant éviter que la législation ne mette fin à un système qui encourage les firmes à mentir et tricher. Le Congrès américain pourrait parfaitement interdire les *stock-options*, en arguant que ce dispositif équivalait à un transfert du capital des actionnaires au profit des dirigeants des entreprises, mais jusqu'à présent il n'a fait que changer quelques règles comptables. ■

Les travailleurs sont devenus les véritables propriétaires des firmes (à travers leurs caisses de retraite) et la nouvelle élite économique comporte non plus des propriétaires mais une nouvelle catégorie de travailleurs financiers.

trimestriels des entreprises qu'ils couvraient. La bourse commença à son tour à fonctionner selon un cycle trimestriel. Les agences de presse financière se mirent à compiler les estimations des analystes pour le compte des investisseurs institutionnels. Les sociétés qui faisaient mieux que les prévisions voyaient le cours de leur action augmenter et les PDG pouvaient alors encaisser leurs *stock-options*. Si, en 1970, les PDG du Fortune 500 gagnaient 1 million de dollars par an, trente ans plus tard leurs gains étaient passés à 100 millions de dollars grâce à ce système. Pendant ce temps, le nombre d'analystes financiers explosait. A la fin des années 1970, chacune des Fortune 500 était couverte par 8 analystes. Selon mes estimations, ce nombre était passé à 18 au début

80% [3]. Les PDG attendaient d'eux qu'ils influent sur l'estimation des analystes. Les directeurs financiers donnaient des téléconférences, rencontraient fréquemment les investisseurs institutionnels et émettaient des « préannonces » de profits destinées à ajuster les prévisions des analystes. Entre 1993 et 2000, 50% des plus grandes compagnies américaines ont émis de telles préannonces. Les gains annoncés importaient moins que la capacité à surprendre les analystes. La clé de la réussite consistait à se doter d'un directeur financier capable d'avoir une bonne tactique tous les trimestres. De tels directeurs financiers – Scott Sullivan pour WorldCom et Lee Fastow pour Enron – sont depuis devenus les icônes de la malfaisance managériale.

Les choses ont-elles changé depuis l'affaire Enron ? Les PDG continuent à gérer comme auparavant leurs annonces publiques de profit. Les cours boursiers continuent d'être liés aux prévisions des analystes et à leurs rapports trimestriels. En 2002, le Congrès américain a voté le Sarbanes-Oxley Act, une loi chargée de moraliser les pratiques en mettant fin au mensonge et à la tricherie. Considérée

NOTES

[1] Voir N. Fligstein, *The Transformation of Corporate Control*, Harvard University Press, 1990.

[2] G. Davis et al., « The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form », *American Sociological Review*, vol. LIX, 1994.

[3] Aux États-Unis, les plus grands investisseurs institutionnels gèrent l'épargne-retraite, les fonds mutualisés des petits investisseurs et la dotation financière d'organisations non lucratives comme l'université d'Harvard.

[4] Voir F. Dobbin et D. Zorn, « Corporate malfeasance and

the myth of shareholder value », *Political Power and Social Theory*, vol. XVII, 2005.

[5] E. Zuckerman, « Focusing the corporate product: Securities analysts and de-diversification », *Administrative Science Quarterly*, vol. XLV, septembre 2000.

[6] R. Swedberg, « Conflicts of interest in the U.S. brokerage industry », in K. Knorr Cetina et A. Preda [dir.], *The Sociology of Financial Markets*, Oxford University Press, 2005.

[7] D. Zorn, « Here a chief, there a chief: The rise of the CFO in the American firm », *American Sociological Review*, vol. LXIX, n° 3, 2004.

MODÈLE DU PRINCIPAL-AGENT

Ce modèle étudie le système d'incitation adéquat pour qu'un agent puisse obtenir les meilleurs résultats de son subordonné, alors que le premier n'a pas accès au même niveau d'information que le second (asymétrie d'information).