

Financiarisation et filialisation : quelle autonomie pour la PME ?

Frédéric Quiquerez
Université de Neuchâtel
Neuchâtel, Suisse

frederic.quiquerez@unine.ch

Olivier Crevoisier
Université de Neuchâtel
Neuchâtel, Suisse

olivier.crevoisier@unine.ch

Résumé

Deux évolutions du fonctionnement de l'économie sont à la base de la problématique de ce travail : la montée en puissance des groupes d'entreprises et la financiarisation de l'économie, entendue ici comme un processus de prégnance croissante des acteurs financiers sur l'organisation des activités productives. Ces deux processus majeurs de l'économie contemporaine sont pourtant rarement étudiés simultanément.

D'un côté, nombreux sont les travaux qui se préoccupent de l'autonomie de la filiale de groupe. Ceux-ci focalisent leur attention sur l'organisation réelle de la filiale dans son groupe, sans pour autant relever le contexte financier particulier dans lequel elle évolue. De l'autre, un pan croissant de la littérature se consacre aux effets de la financiarisation de l'économie. Ce dernier ne prend par contre que peu en considération la filiale en tant que telle, mais plutôt des entreprises « financiarisées » considérées dans leur globalité. Pourtant, c'est aujourd'hui la filiale (et non l'entreprise ou le groupe) dans un monde où la finance joue un rôle croissant (et non dans un monde où prédominent les logiques industrielles) qui semble aujourd'hui s'imposer comme le nouvel archétype de l'entreprise.

A partir d'une enquête par entretiens effectuée dans des filiales de groupe de l'Arc jurassien suisse, ce travail propose un décryptage des logiques existant dans de telles entités productives. A l'échelle de la filiale, comment sont ressenties ces deux forces ? Appartenir à un groupe, dans un contexte financier en pleine mutation, fait de la filiale une entité productive susceptible de se démarquer fortement à la fois des conceptions habituelles de la filiale de groupe et de celles de l'entreprise individuelle financiarisée.

Dès lors, ce travail explore les relations, les complémentarités de ces deux processus. Quelles sont les logiques propres à chacun d'entre eux ? Quelles similarités peuvent être identifiées ? Quels antagonismes ? Dans quelle mesure ces deux évolutions de l'économie sont liées ? S'alimentent-ils entre eux ou au contraire s'atténuent-ils ?

1. Filialisation et financiarisation des activités économiques

Aujourd'hui, différents travaux confirment que la PME indépendante, qui participe certes encore pleinement aux dynamiques innovatrices locales et qui crée de l'emploi, n'est plus la figure dominante. Par exemple, pour la France, Chabanas (2002) montre que les groupes et, partant, les entreprises filialisées, représentent une part croissante des emplois de l'économie française. En 2002, dans le secteur des services, 64% du chiffre d'affaires était réalisé par des groupes (Berret, 2005). Pour sa part, Loiseau (2001) constate la croissance du nombre de microgroupes (groupes formés de quelques entités, de la taille de PME). A l'échelle européenne, par exemple, Chapman et Edmond (2000) montrent que l'industrie chimique (plus grand secteur industriel en Europe en termes d'employés) a connu un large mouvement de concentration de la propriété via des fusions et des acquisitions. En ce qui concerne la Suisse et plus particulièrement la région de l'Arc jurassien, nous avons également été frappés par la concentration de la propriété des PME dans tous les secteurs industriels à partir du début des années nonante.

Bien que les caractéristiques des différents pays ou régions considérés soient très variables, il n'en demeure pas moins que l'on assiste dans tous les cas à la concentration de la propriété des entreprises, que ce soit à partir des mouvements de fusions et acquisitions (sous l'impulsion de grands groupes ou de plus petites entreprises) ou encore par création de nouvelles filiales (greenfield investment).

Deuxième processus marquant de l'économie contemporaine, la sphère financière joue un rôle croissant dans l'organisation de l'économie réelle : ce processus est appelé la financiarisation de l'économie. Dès le début des années nonante, les circuits de financements de l'économie en général et de l'économie suisse en particulier se sont radicalement transformés. Plusieurs phénomènes peuvent être repérés, phénomènes qui ont fait l'objet de différentes approches.

La désintermédiation est un mouvement initié par les banques, notamment à la suite de la crise immobilière du début des années nonante. Les banques ont fortement diminué les crédits qu'elles accordaient aux PME (Pedergrana et Schacht, 2004 ; FTMH, 2004). Jusque-là, le développement des PME reposait largement sur l'endettement bancaire. Leur taux de couverture par des fonds propres était bas. A l'époque, divers travaux avaient été menés pour savoir quelles étaient les possibilités d'action face à ce mouvement. En effet, les PME, peu habituées jusque-là à diversifier leurs sources de financement, se sont trouvées fort démunies (Maillat et al., 1996 ; Crevoisier, 1996).

La titrisation est le mouvement concomitant, à savoir la tendance, pour les entreprises, de se financer dorénavant non plus auprès des banques, mais sur les marchés financiers. Durant les années nonante et jusqu'au début des années 2000, de nombreuses entreprises sont entrées en bourse pour des raisons très diverses, allant de l'initial public offering (IPO) des PME technologiques en croissance au déclin du capitalisme familial en passant par la privatisation d'entreprises publiques. Dans ce contexte, les banques, d'intermédiaires assumant le risque encourus par leurs crédits, sont devenues des pourvoyeurs de services financiers auprès des entreprises et des particuliers. Remarquons au passage que l'entrée en bourse est très discriminatoire pour les PME. En effet, il existe un effet de seuil considérable qui exclut d'emblée la plupart des PME de ces modalités de financement. De plus, l'entrée en bourse s'accompagne du risque de prise de contrôle hostile.

En parallèle, et à une échelle plus macro, les marchés financiers se développent considérablement. Or, pour comprendre les effets de ces derniers sur les entreprises, il est nécessaire de faire un détour par la théorie. Très brièvement, et en relation avec les questions qui nous préoccupent, on peut distinguer d'une part les approches néoclassiques et hétérodoxes. Les approches néoclassiques reposent sur l'idée d'efficacité des marchés financiers, c'est-à-dire sur l'idée que n'importe quel projet offrant des conditions de rémunération des capitaux équivalentes ou supérieures aux conditions du marché, trouvera du financement. Les approches hétérodoxes contestent l'idée que les marchés aient une vision des fondamentaux des entreprises et soient à même de faire des choix efficaces. Il en résulte que les marchés financiers fonctionnent avant tout sur le mimétisme (Orléan, 1999) des investisseurs, à savoir sur le fait qu'un titre n'est pas tant intéressant en raison des caractéristiques intrinsèques de la firme qu'il représente, mais parce que les autres investisseurs sur le marché s'y intéressent. D'où l'importance des « modes » sur les marchés financiers : à certains moments se répand une idée (la nécessité de croître en réalisant des fusions et acquisitions, l'idée de la « bancassurance », la nécessité de procéder à des distributions massives de bénéfice, le rachat d'actions par les entreprises, etc.) qui devient la norme et qui est imposée aux entreprises cotées si ces dernières ne souhaitent pas voir le cours de leurs actions baisser.

Une question essentielle dans ce contexte est l'impact des marchés sur la gestion effective des entreprises. Pour les auteurs néoclassiques (Fama, 1970 ; Markowitz, 1959), les marchés financiers assurent une allocation optimale des capitaux, notamment en fonction des rémunérations futures attendues. Pour les hétérodoxes, les marchés financiers forcent les entreprises à adopter des mesures qui plaisent aux investisseurs, mais qui nuisent à la gestion industrielle, avec des effets négatifs sur l'innovation et sur la prise en compte de la complexité des situations économiques (Dow, 1999 ; Orléan, 1999).

Dès lors, comment, à l'échelle de la filiale, ce processus de financiarisation de l'économie est-il ressenti ? Sa situation de dépendance à son groupe est-elle un catalyseur aux logiques financières ? Ou au contraire, la filiale est-elle dans une situation particulière (elle appartient à un groupe) l'« immunisant » des effets néfastes pour sa logique industrielle de la financiarisation de l'économie ? Le groupe ou la tête de groupe dilue-t-il la prégnance de la sphère financière sur l'organisation de la filiale ?

2. Méthodologie

Afin de repérer concrètement les dynamiques et les logiques à l'œuvre dans la filiale, on a élaboré un guide d'entretien qui couvrait les deux aspects développés ci-dessus, à savoir :

D'un côté, les aspects que l'on qualifiera d'« industriels », c'est-à-dire l'ensemble des activités portant sur la maîtrise technique de la recherche et développement, de la production, de la commercialisation ainsi que toutes les fonctions opérationnelles parallèles (logistiques, assurances, etc.). Du point de vue dynamique, on explore également l'innovation, notamment au niveau de l'évolution des produits, des techniques et de l'organisation. La filiale a-t-elle les capacités et la latitude pour développer de nouveaux projets ? Dans quelle mesure ces projets s'insèrent dans la stratégie du groupe et s'articulent aux autres filiales ? Une attention particulière est accordée aux modifications dans cette organisation industrielle qui se produisent lors de changements dans l'organisation financière.

De l'autre côté, les aspects financiers, c'est-à-dire où et comment la filiale trouve ses fonds propres et ses crédits, la latitude qu'elle a dans le réinvestissement de ses bénéfices. Les changements occasionnés par le rachat des entreprises par des groupes ou par d'autres événements importants dans les modalités de financement et de contrôle (entrée en bourse, revente de la filiale d'un groupe à un autre, reprise de la filiale par les cadres, etc.) sont spécialement pris en considérations. Dans quelle mesure ces événements affectent-ils l'autonomie financière de la filiale ? Comment les intérêts financiers de la filiale sont-ils mis en relation avec les intérêts du groupe ou des autres filiales ? Passe-t-on de circuits à prédominance locale à des réseaux organisés à une échelle internationale, avec ou non passage par les marchés financiers ?

Enfin, lors du dépouillement, on articulera ces transformations industrielles et financières afin de reconstituer ce que l'on pourra appeler l'autonomie de la filiale. Le postulat de cette recherche est qu'en articulant ces deux dimensions, on parvient à comprendre l'évolution de l'autonomie de la filiale dans le contexte de la financiarisation. Cette autonomie se définit non pas en termes d'autarcie, qui signifie une absence de relation entre la filiale et son environnement, mais comme la capacité de la filiale de maintenir la cohérence de son fonctionnement (Varela, 1989 ; Grosjean, 2000 ; Grosjean et Crevoisier, 2003). Autant que possible, les logiques inhérentes à la filiale, au groupe ou aux acteurs financiers sont distinguées et comparées.

Trente-deux entretiens ont été menés depuis le mois de novembre 2004 au mois de mai 2005 dans des filiales de l'Arc jurassien. Pour la plupart, ils l'ont été auprès de directeurs de filiales industrielles de production et/ou de recherche et développement (horlogerie, machines, outils, transformation de produits de consommation). Quelques cas de filiales de groupes actives dans les services ont également été retenues (informatique, édition, distribution).

Cinq entretiens ont été menés dans des entreprises indépendantes, soit parce qu'elles étaient en période de tractation avec un acquéreur potentiel, soit qu'elles avaient été revendues par le groupe à un/des particulier(s). Neuf filiales appartiennent à des groupes cotés en Bourse (suisse, étrangère, ou cotés sur plusieurs places financières). Dix des filiales sont affiliées à des groupes étrangers. Enfin, quatre entretiens ont été effectués avec des personnalités ayant des connaissances spécifiques relatives à la problématique (groupes industriels de la région, venture capitalism, fiscalité).

Tableau 1 : Répartition des entretiens

Secteur d'activité	25 entreprises industrielles	3 entreprises de services
Cotation	9 groupes cotés	19 non-cotés
Nationalité de la tête de groupe	10 étrangères	18 suisses
Filiale/entreprise indépendante	23 filiales	5 entreprises indépendantes
Entretiens divers	4 entretiens avec des personnes spécialisées dans un champ d'analyse de l'enquête	
Total	32 entretiens	

Source : élaboration propre

3. Financiarisation et filialisation : des processus aux logiques comparables

La sphère financière joue un rôle croissant dans l'organisation de l'économie réelle : ce processus est appelé la financiarisation de l'économie. De manière très générale, on peut distinguer trois conceptions de la finance (Commissariat Général du Plan, 2004). La première mise sur l'efficacité des marchés financiers et part de l'idée que leur rôle assure une meilleure allocation des capitaux, et par conséquent la meilleure croissance possible de l'économie. La seconde se focalise sur les phénomènes d'instabilité des marchés financiers et est préoccupée par leurs effets déstabilisateurs sur l'économie réelle. La troisième enfin s'intéresse aux enjeux de pouvoir, aux rapports de force qui se nouent à travers la finance et par conséquent aux iniquités et aux disparités qui résultent de ces rapports de force. Dans cette section, ces trois conceptions de la finance sont tour à tour transposées à l'échelle de la filiale.

3.1. Relations entre les acteurs

L'un des premiers aspects qu'il semble particulièrement intéressant à comparer est celui des relations de pouvoir. Comme c'est le cas pour la financiarisation, la filialisation implique des relations de pouvoir entre des acteurs aux conceptions et aux intérêts parfois différents. Plus que cela, la structure hiérarchique du groupe est susceptible de multiplier le nombre de relations d'agence (Demsetz, 1967 ; Jensen et Meckling, 1976) y existant.

Il peut tout d'abord se créer des conflits entre managers et actionnaires, ces derniers souhaitant la plupart du temps, via une plus grande implication dans la gestion du groupe, augmenter la rentabilité de leur capital investi. Précisons ici qu'il n'est nul besoin que le groupe soit coté pour voir apparaître ce genre de dissociations entre intérêts des managers et ceux des actionnaires. Un tel rapport de force peut également apparaître dans un groupe familial, par exemple.

En plus de cette relation « habituelle », la structure même du groupe, composé d'entités unies par des relations hiérarchiques, crée des relations supplémentaires, potentiellement génératrices de conflits entre le management de filiale et le top management. Ainsi, schématiquement, le top management peut être impliqué dans deux relations d'agence différentes, l'une avec les actionnaires finaux et l'autre avec le management de filiale. C'est le cas lorsque la maison-mère n'est pas uniquement une construction juridique, mais bien une entité ayant une fonction au sein du groupe, assumée par des top managers.

Comment situer la filiale dans ce débat ?

En premier lieu, il semble que l'effet de la relation d'agence entre actionnariat final et filiale soit atténué. L'intermédiaire de la maison-mère semble parfois jouer comme un filtre à l'activisme des actionnaires dans le management de la filiale, les managers locaux étant dès lors plus à même d'échapper à leurs éventuelles exigences stratégiques et financières. L'absence de relation directe entre la filiale et son actionnariat peut jouer en sa faveur, puisque l'actionnaire n'a qu'une connaissance limitée (essentiellement des indicateurs financiers) de la filiale. De plus, le fait que le groupe soit composé de plusieurs filiales rend la situation plus opaque pour l'actionnaire final, puisque les chiffres sont la plupart du temps présentés aux actionnaires de manière consolidée, en fusionnant les comptabilités des différentes filiales. Ainsi, dans un groupe coté, même théoriquement soumis à une implication

plus forte de l'actionnariat, la filiale se voit offrir par la structure du groupe une opacité plus grande.

Ce constat est surprenant puisque de nombreux auteurs, au contraire, mettent en avant la montée en puissance de stratégies des acteurs financiers leur offrant une plus grande transparence. Par exemple, Morin (1998) souligne l'éclatement des conglomerats ainsi que l'externalisation des activités non directement stratégiques et ceci parce que les investisseurs aiment la transparence et considèrent le conglomérat comme étant par nature opaque. En réalité, ce paradoxe n'est qu'apparent. En effet, même « recentré » (Batsch, 2002a, 2002b) sur son core business, le groupe n'en reste pas moins une organisation multi-firmes. C'est là d'ailleurs un raccourci fréquent qu'il s'agit d'éviter : même si l'on observe un déclin des conglomerats diversifiés, le poids des organisations de type groupe ne perd pas forcément de son importance dans l'économie, puisque corollairement, des groupes plus spécialisés peuvent se développer.

Une certaine opacité semble donc persister, et ce malgré les efforts des acteurs financiers pour acquérir la transparence. Ce fait est d'ailleurs partiellement confirmé dans une étude du cas de Siemens par Börsch (2004). En effet, l'auteur relève que la pression des marchés financiers génère une plus large information de la situation financière de l'entreprise, sans pour autant en influencer les éléments stratégiques et industriels. Les entreprises semblent conserver un large degré de liberté dans la manière de répondre aux marchés financiers.

Néanmoins, cette opacité potentielle n'est de loin pas activée dans toutes les filiales. A l'image de la filiale fordiste, la transparence peut être complète. En effet, privée de toute autonomie, privée de tout sens ou de l'espace du groupe, la filiale n'a pas vraiment intérêt à entretenir l'opacité. Dans celle-ci, le manager local est payé pour assumer cette relation de transparence et pour imbriquer de la manière la plus efficace sa filiale dans l'organisation du groupe, l'intérêt de ce dernier étant considéré comme supérieur. La transparence ainsi obtenue est la garante du bon fonctionnement de la logique organisationnelle hiérarchique du groupe.

Ainsi, la filialisation n'est pas un processus immunisant mécaniquement l'organisation productive de la filiale de toute hiérarchie. Elle n'affranchit pas non plus de toute influence de la part des actionnaires finaux. Ceux-ci peuvent bien entendu imposer certaines stratégies. Mais cette influence peut être fortement remise en question dans certains groupes, et notamment dans les groupes considérés comme financiarisés, c'est-à-dire les groupes cotés. Or, il faut remarquer que l'influence des actionnaires de groupes cotés est bien moins prégnante et beaucoup plus sporadique que dans des groupes familiaux.

Car en définitive, les groupes dans lesquels l'influence des actionnaires se fait la plus ressentir sur l'organisation productive des filiales sont précisément ceux qui échappent, théoriquement du moins, au processus de la financiarisation, c'est-à-dire les groupes familiaux. En effet, souvent présents physiquement dans chacune des filiales, les actionnaires familiaux ont régulièrement une très bonne connaissance de l'organisation productive de leurs différentes filiales. Celles-ci perdent dès lors une bonne part de la latitude que pourrait leur conférer une transparence moins complète.

Il est possible de relever ici un trait commun entre le groupe familial et le groupe fordiste, qui est celui de la recherche première de la rentabilité du capital productif, plutôt que du capital financier. La préservation des intérêts des actionnaires est assurée en agissant directement sur

l'organisation productive. La rentabilité optimale du capital est recherchée en rendant la production plus efficace.

Il serait intéressant de pouvoir donner une évaluation chiffrée des différents types de relation, par exemple en comparant des taux de rentabilité demandés par les différents types d'actionnaires. Néanmoins, les entretiens n'ont pas permis d'obtenir de telles informations. Remarquons que les groupes cotés semblent être plus exigeants en termes de normes comptables à appliquer ainsi qu'en termes de fréquences de reportings. Mais cela n'assure pas pour autant de meilleures performances de rentabilité sur le capital investi. Présent « sur le terrain », l'actionnaire familial a une perception plus concrète de la productivité de la filiale. Le besoin d'une perception financière via une comptabilité complexe pour évaluer les performances se fait dès lors moins pressant.

Les théories mettant en avant la prégnance croissante des acteurs financiers sur la gestion des entreprises est quelque peu relativisée par la prise en considération des relations intermédiaires existant au sein du groupe. La transparence n'est pas complète entre les actionnaires et la maison mère. Elle ne l'est pas non plus entre la maison-mère et ses filiales. D'un côté, la structure du groupe dilue clairement la prégnance des actionnaires sur la gestion. De l'autre, elle peut mettre en place un top management tout aussi contraignant.

On retrouve bien là toute la discussion de la corporate governance et de la financiarisation. A la nuance près que dans le groupe, de nouvelles relations d'agences apparaissent. Ce n'est donc pas que la financiarisation qui est en cause, mais plus généralement la distance (en termes d'informations, mais aussi d'objectifs) entre les acteurs impliqués. Cette distance entre actionnaires et managers (corporate governance) se retrouve entre filiales et maison-mère. Les conséquences et les dynamiques générées sont très comparables.

3.2. Relations allocatives

Une autre conception de la finance considère celle-ci comme un système apte à allouer parfaitement les ressources capitalistiques d'une économie, afin d'en assurer une efficacité optimale (Fama, 1970). La finance, parfaitement informée dans le temps et l'espace, alloue les capitaux dans l'économie de manière à assurer les taux de rentabilité les plus élevés. La financiarisation est en quelque sorte une croyance en la capacité des acteurs financiers de procéder à une telle allocation.

La possibilité de procéder à une allocation nécessite une forme de centralisation financière. La holding, ou plus généralement la tête de groupe est un lieu, au même titre que la bourse, que les marchés financiers, qui permet une telle centralisation. Dès lors, le groupe peut être considéré comme un réseau financier permettant une allocation dans l'espace entre les différentes entités.

Cette centralisation financière nécessite la mise en place de reportings, d'indices et/ou de cours boursiers (pour le groupe coté). C'est grâce à ces outils qu'il est possible de procéder au choix allocatif. La croyance en l'efficacité de ces outils d'évaluation à distance participe à la centralisation et à la financiarisation : ils rendent les acteurs financiers capables de savoir quel est le meilleur projet. Ils leur permettent de décréter des décisions, ou, le cas échéant, de légitimer une décision prise.

Il est clair qu'un tel rôle allocatif est dévolu au groupe. Il est d'une certaine manière toujours appelé à arbitrer entre différentes opportunités pour allouer ses capitaux. Mais à la nuance d'agents purement financiers, il est également porteur de l'organisation productive dans laquelle ses capitaux sont distribués. Mais d'un point de vue financier, le principe directeur est le suivant : investir dans la filiale qui présente les meilleurs projets, les meilleures perspectives de rentabilité.

Non seulement, le groupe assume une fonction allocative, mais en plus, il est un intermédiaire financier qui joue un rôle de plus en plus important dans l'économie. En effet, une part de plus en plus prépondérante de l'économie (en termes de chiffre d'affaires, mais aussi d'emplois) est contrôlée par des groupes. Conséquemment, les choix des groupes ont une influence majeure sur les investissements réalisés.

Or, dans le contexte financier actuel, le fait de pouvoir traiter avec un tel agent constitue pour la filiale un avantage clair par rapport à la filiale indépendante. Elle est connectée à une organisation qui accepte de prendre le risque actionnarial et auprès de laquelle elle peut se faire financer dans une mesure et à des conditions sans rapport avec ses possibilités intrinsèques. Le groupe peut également se porter garant auprès d'organismes de prêts pour des montants et à des conditions beaucoup plus avantageuses que ceux que pourrait obtenir une entreprise indépendante.

En cela, le groupe peut être considéré comme une organisation mutualisant les risques inhérents à l'activité des différentes filiales. Ce constat ressort de manière forte dans de nombreuses filiales étudiées : elles ont la possibilité de procéder à des investissements disproportionnés (financés par le groupe ou par des prêts d'institutions bancaires) par rapport à ce que pourrait être leurs possibilités en situation d'indépendance.

3.3. Relations déstabilisatrices

Une troisième conception de la finance se focalise sur l'instabilité des marchés financiers (Aglietta et Rebérioux, 2004 ; Brossard, 2001). La financiarisation correspond à une augmentation de l'influence des marchés financiers et donc à une instabilité croissante de l'économie réelle. Selon cette conception, les marchés financiers fonctionnent selon des logiques qui ne permettent pas d'évaluer et d'anticiper les variations des valeurs fondamentales des titres et des entreprises.

La finance repose en quelque sorte sur cette conception d'instabilité. En effet, la finance est intimement liée au principe de l'exit. En entretenant cette possibilité, on entretient la liquidité des titres. Ainsi, le moyen d'expression et de pression de l'actionnaire de l'entreprise cotée repose sur cette possibilité de mouvement : si le titre n'est pas performant, l'actionnaire part. Cette approche rompt clairement avec le modèle de fonctionnement de la PME locale, dans laquelle l'actionnaire doit trouver des solutions sur place.

Ainsi, l'instabilité (la liquidité), permet un passage à la prégnance de la rentabilité du capital financier. La fonction financière gagne en importance par rapport à une organisation qui s'articule autour d'un processus de production. Le financier a la possibilité de s'affranchir de ces considérations productives. Il a la possibilité de rompre avec une nécessaire proximité contraignante lorsque ses titres sont moins liquides : les distances peuvent dès lors s'allonger. De leur côté, les temporalités peuvent être réduites au minimum. Il n'est pas nécessaire de

s'adapter à une logique d'accumulation industrielle longue. L'exit est possible en tout temps et en tout lieu.

Cette instabilité est-elle toujours une cause de problèmes pour l'organisation productive? Clairement non. Elle est aussi source de nouvelles possibilités de financement rompant à nouveau avec un processus lent d'accumulation financière. L'actionnaire est capable de montrer son mécontentement par la sortie, comme il peut marquer son enthousiasme par l'« entrée ». En convaincant l'actionnaire que son projet présente de bonnes perspectives, l'entreprise a la possibilité de passer à un modèle de croissance rapide.

La filialisation implique-t-elle de son côté de telles instabilités?

Remarquons tout d'abord que l'instabilité n'est pas l'apanage des groupes cotés. Le transfert de propriété de l'entreprise est plus généralement générateur d'instabilité. En effet, il peut susciter des comportements nuisibles de la part des acteurs concernés pour la pérennité de l'entreprise. Or, ce genre de transfert ne s'effectue pas forcément via les marchés financiers.

De plus, financiarisation (cotation à la bourse) et filialisation (connexion à un groupe) montrent des propriétés stabilisatrices communes. Les deux processus permettent de rompre avec une trop grande dépendance vis-à-vis d'un groupe d'acteurs trop restreints, à l'exemple de la dépendance face à un patron-propriétaire sur lequel repose l'existence même de l'entreprise. Les deux processus permettent en quelque sorte de s'affranchir d'une telle instabilité.

Le groupe offre à la filiale un avantage supplémentaire de taille : celui de la solidarité financière. La filiale bénéficie d'une sérénité financière liée à la diminution du risque de faillite. En cas de difficultés financières, si le groupe a déjà consenti un investissement important dans la filiale, il peut être dans son intérêt de réinjecter les montants nécessaires à son assainissement financier. Au contraire de l'entreprise indépendante, la filiale peut compter sur le désir du groupe de ne pas perdre l'intégralité des montants déjà investis.

Mais d'un autre côté, le groupe possède lui aussi des mécanismes rendant la situation de la filiale plus instable. Les possibilités d'exit d'une filiale ne sont pas nulles pour la maison-mère. En effet, cette dernière a théoriquement toujours le choix de procéder à des réallocations complètes ou partielles. Par exemple, l'exit est partiel lorsqu'une filiale est utilisée pour financer la croissance d'autres entités du groupe. L'exit peut également être rapide et complet, impliquant la vente ou la fermeture de l'entité. Cette instabilité que vit la filiale dépend largement de la place qu'occupe la filiale dans le « portefeuille » du groupe. Une petite filiale sans compétences spécifiques pour le reste du groupe peut ainsi être dans une situation très instable.

Ce qui rend l'entreprise relativement autonome par rapport à son actionnariat, c'est que ce dernier n'ait que peu d'influence en pratiquant l'exit ou pas du tout de possibilités d'exit. Ainsi, l'actionnaire du groupe ayant une capitalisation boursière très importante, avec un actionnariat très dispersé, n'a dès lors qu'assez peu d'influence. D'un autre côté, le propriétaire-patron d'une entreprise est « prisonnier » de son investissement. Il ne peut guère réallouer d'une entreprise à l'autre, comme peut le faire, au moins partiellement, la tête de groupe.

4. Conclusions

4.1. Financiarisation et filialisation (bis)

Le groupe, ou la tête de groupe, peut être considéré comme un intermédiaire financier : il est en permanence appelé à arbitrer entre différents choix d'investissements ou le paiement de dividendes aux actionnaires finaux. L'ensemble du groupe forme dès lors un circuit d'accumulation du capital, pour lequel la rémunération des actionnaires peut être considérée comme une fuite.

Ce type d'organisation semble devoir jouer un rôle de plus en plus prépondérant. Il n'existe que des données incomplètes en Suisse. Mais le cas français, par exemple, montre clairement que la part de l'économie occupée par les groupes est croissante (Chabanas, 2002). A l'échelle de l'Arc jurassien plus particulièrement, il n'existe pas non plus de données permettant de montrer la part de l'économie impliquée dans des groupes, ni d'en montrer de manière chiffrée l'évolution. Mais l'historique récente de la filière horlogère, spécifique à l'Arc jurassien et représentant un poids important dans cette région, semble indiquer que l'Arc jurassien n'échappe pas à cette tendance : que ce soit en termes de valeur ajoutée ou d'emplois, les groupes montent en puissance par rapport aux entreprises indépendantes. C'est pourquoi il est d'autant plus important d'en analyser le fonctionnement et de mettre autant que possible en évidence les clés du succès de telles organisations. Le développement régional en dépend.

La financiarisation de l'économie est-elle à l'origine de ce développement des groupes? Il semble bien que, prise au sens large, la financiarisation soutient, si elle n'engendre pas, le processus de filialisation. La financiarisation « au sens large » suggère qu'il ne faut pas réduire ce processus à un mouvement de connexion croissante aux marchés financiers, mais qu'il s'agit de considérer l'évolution de la sphère financière dans sa globalité, incluant l'ensemble des institutions financières.

En effet, les groupes de l'Arc jurassien, du moins ceux qui ont été retenus dans l'échantillon de nos entretiens, ne sont de loin pas tous cotés en bourse. C'est donc à l'ensemble du système financier qu'il faut s'intéresser. L'évolution du secteur bancaire est ici particulièrement intéressante : réduction du nombre d'acteurs bancaires indépendants, diminution des lignes de crédit accordées aux PME, évolution d'une activité d'intermédiation à une activité de services financiers, connexion des principales banques à la bourse, et, par là, une probable influence croissante des acteurs financiers, des actionnaires sur l'activité, etc. L'ensemble de ces éléments doit être intégré pour saisir la portée du processus de financiarisation.

On peut dès lors poser la question en termes inverses : la filialisation, la concentration de la propriété n'a-t-elle pas favorisé ce mouvement de financiarisation? En effet, le nombre d'organisations de grande taille ayant augmenté, la sphère financière ne s'est-elle pas vue offerte un plus large éventail de « bons » clients, pouvant dès lors négliger les clients plus « délicats » ?

La réponse la plus raisonnable semble être la suivante : financiarisation et filialisation sont des processus qui s'alimentent mutuellement. Le groupe constitue un client intéressant pour le système financier, car il est à la fois un client demandant des crédits importants, en présentant des garanties adéquates et est potentiellement consommateur ou générateur de nouveaux

services financiers. Conjointement, le système financier a évolué de telle manière qu'il constitue aujourd'hui un véritable avantage compétitif pour le groupe, par rapport notamment aux petites entreprises, peu ou mal insérées dans les réseaux financiers. La complémentarité semble claire.

4.2. La fin de la PME?

La PME indépendante devient-elle dès lors une figure obsolète dans un tel système financier? Cette question semble devoir trouver sa réponse dans l'affirmative. La PME indépendante, bien que restant une organisation très importante dans l'économie suisse et de manière sans doute encore marquée dans l'Arc jurassien, semble trouver de moins en moins bien sa place à l'intérieur d'un tel système financier.

Une précision majeure doit ici être amenée : la difficile insertion de la PME dans la sphère financière ne remet pas pour autant l'existence, même massive, de petites organisations. On pourrait évoquer ici l'aptitude de la PME indépendante à trouver des parades à cette évolution, notamment en puisant son financement dans le capital de proximité, en faisant appel aux *venture capitalists* ou en parvenant tout de même pour certaines à maintenir une relation de confiance avec les institutions bancaires. Mais, c'est surtout la figure de la PME dépendante financièrement, c'est-à-dire affiliée à un groupe, qui laisse penser que les petites organisations gardent leur place. Mais encore une fois, la mesure de l'importance de la PME indépendante, respectivement de celle affiliée à un groupe, n'est pas possible avec les statistiques disponibles. Qu'une PME appartienne à un groupe ou à un patron propriétaire, elle apparaît dans les statistiques de la même manière. Ainsi, même en imaginant un processus massif d'intégration des PME dans des groupes, elles n'en resteraient pas moins présentes dans les statistiques, à moins d'une dissolution de la raison sociale ou d'une suppression pure et simple.

Il existe dans le groupe une tension permanente entre la volonté de stimuler la dynamique propre d'une filiale, en lui laissant une certaine autonomie et la laisser par elle-même gérer son développement, et la volonté d'organiser sa production, de l'intégrer dans le processus productif du groupe. Schématiquement, la première option consiste à conserver la raison sociale de la filiale alors que l'autre implique, dans la pratique si ce n'est au sens juridique, une disparition de la petite entité. Ainsi, cette volonté de composer avec des entités aussi dynamiques que possible (en leur laissant une taille « humaine ») ou la conservation d'une raison sociale, même dénuée de sens économiquement, font de la PME une forme d'organisation sans doute vouée à encore prospérer.

La croissance des microgroupes (Loiseau, 2001) en France va exactement dans ce sens. La constitution de groupes formés de quelques entités autonomes, de la taille de PME, permet de conserver la dynamique inhérente à la PME, tout en constituant un réseau financier offrant des atouts à chacun des membres du groupe. Autofinancement, solidarité entre les filiales, meilleures possibilités de négociations avec les banques permettent dès lors de financer la croissance de manière plus sereine. A ce propos, il est clair qu'une partie, difficile à évaluer, des relations de participations sont issues de fragmentations, d'une volonté de grandes entreprises désirant redynamiser leur organisation en offrant une plus grande autonomie aux anciens départements, qui deviennent ainsi des filiales de groupe.

4.3. Le circuit d'accumulation du groupe

Ainsi, dans un contexte de financiarisation, la tête de groupe devient sans doute un interlocuteur financier privilégié pour la PME. Dotée d'une « fibre industrielle » plus marquée que les autres institutions financières, la tête de groupe permet de cumuler les vertus de l'acceptation de la prise de risque actionnarial et de l'optique temporelle industrielle. En effet, d'un côté, la banque est une institution fuyant le risque actionnarial ; de l'autre, l'actionnaire financier impose un horizon temporel en décalage, plus court que l'horizon industriel. La tête de groupe peut dès lors être située dans une position intermédiaire : elle fonctionne selon des logiques qui sont plus en rapport avec les attentes de la PME.

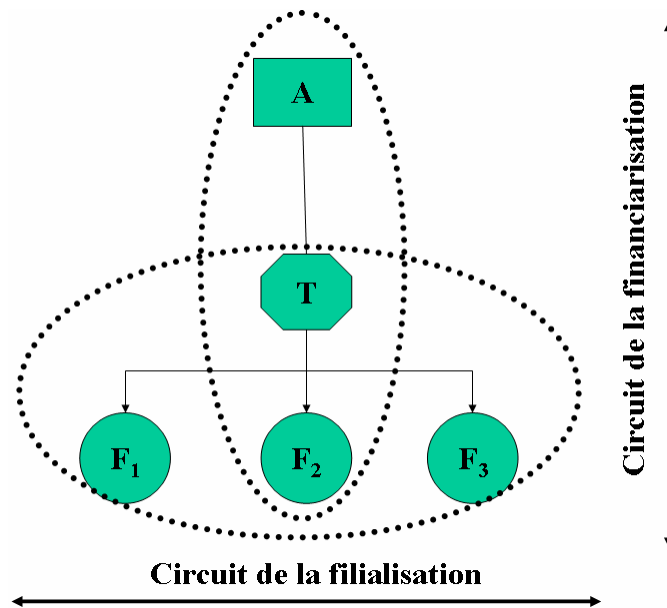
Mais comment comprendre le circuit d'accumulation du groupe ? En quoi modifie-t-il le circuit d'accumulation régional ? Renforce-t-il un circuit d'accumulation de type financiarisé, impliquant un arbitrage systématique des grandes places financières ? Les différents résultats de ce travail semblent indiquer que la géographie du régime d'accumulation suggéré par le processus de filialisation se départit assez fortement de celle du régime d'accumulation financiarisé.

Ce travail a mis en évidence un ensemble de constats concernant les flux financiers du groupe, qu'il est important de rappeler ici :

- Le groupe ne possède pas très fréquemment des entités situées dans de telles places financières;
- Les groupes ne sont de loin pas tous connectés à la bourse;
- La filialisation crée de l'opacité pour la maison-mère, mais aussi pour les actionnaires. L'opacité est susceptible d'alléger la pression financière de ces derniers;
- Les groupes génèrent un autofinancement important, privilégiant dès lors un système d'accumulation interne;
- Les filiales sont parfois les interlocuteurs directs des institutions bancaires et gèrent elles-mêmes ce type de relation;
- La filialisation génère des mécanismes de solidarité (parfois forcée, dans la mesure où le groupe ne peut pas se permettre de ne pas rentabiliser au maximum un investissement déjà consenti);
- La filialisation offre aux filiales la possibilité d'un dialogue avec une entité (tête de groupe) non-strictement financière, à considérations industrielles
- ...

L'ensemble de ces caractéristiques départit grandement la filiale des implications des places financières. Même indirectement connectée à la bourse, la structure du groupe permet régulièrement à la filiale une prise de distance par rapport aux milieux financiers.

Figure 1 : Les espaces d'accumulation du groupe



Source : élaboration propre

Mais essentiellement, l'image qui ressort est celui d'un réseau financier qui possède, en plus d'une dimension verticale, une dimension horizontale souvent très importante. La filialisation est un processus présentant des caractéristiques similaires à celui de la financiarisation, mais il comporte également des spécificités susceptibles d'en réduire les effets.

D'un autre côté, le modèle est également loin de celui d'une accumulation purement industrielle. Un modèle suggérant la possibilité d'une indépendance complète face au processus global de financiarisation serait également inadapté. La filialisation est un mouvement entraînant parfois une influence croissante des logiques des places financières dans l'organisation productive.

Ce qui est suggéré dans la

Figure 1, c'est que l'espace de la filiale gagne en importance, par rapport à la forte hiérarchie suggérée dans un circuit d'accumulation financiarisé. Les filiales évoluent dans un circuit d'accumulation sur lequel elles ont une influence non-négligeable. Ainsi, dans un groupe, la filiale F_1 a une influence sur la filiale F_2 qui peut être aussi importante que celle de la tête de groupe ou que celle des actionnaires. La prise en considération du processus de filialisation incite à retenir un modèle d'accumulation hybride, composé d'entreprises, tantôt rendues plus autonomes par rapport à l'influence des acteurs des centres financiers, tantôt fortement soumises aux logiques de ceux-ci.

Il serait erroné de considérer que les filiales parviennent à se départir complètement de l'influence des acteurs financiers. Leurs décisions influencent l'organisation réelle, même si cela ne devrait théoriquement pas être le cas. Symétriquement, les acteurs de la sphère réelle ne sont pas soumis à un « joug » imparable des marchés financiers. Il existe des moyens d'y échapper, de s'en accommoder, voir même de les utiliser. L'étude de la filiale, entité devant être de plus en plus considérée comme l'entité de base du développement économique (étant donnée la montée en puissance de l'organisation de type groupe) met cette tension parfaitement en lumière.

Bibliographie

- M. Aglietta and A. Rebérioux (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Paris: Albin Michel.
- L. Batsch (2002a), *Le capitalisme financier*, Paris: La Découverte et Syros.
- L. Batsch (2002b), 'Le recentrage: une revue', *Cahier de recherche*.
- P. Berret (2005), 'Les entreprises de services: concentration accrue sous l'influence des groupes', *INSEE Première* N°1038.
- Börsch (2004), 'Globalisation, Shareholder Value, Restructuring: The (Non)-Transformation of Siemens', *New Political Economy* 9(3).
- O. Brossard (2001), *D'un krach à l'autre. Instabilité et régulation des économies monétaires*, Paris: Grasset/Le Monde.
- N. Chabanas (2002), 'Les entreprises françaises des groupes vues à travers les enquêtes "liaisons financières" de 1980 à 1999', in: INSEE, Division "Synthèse des Statistiques d'Entreprises".
- K. Chapman and H. Edmond (2000), 'Mergers/Acquisitions and Restructuring in the EU Chemical Industry: Patterns and Implications', *Regional Studies* 34.8: 753-767.
- Commissariat Général du Plan (2004), 'Prospective des conditions financières du développement des entreprises', in *Le Quatre Pages de ASTYPALEA*, Paris.
- O. Crevoisier (1996), 'Financing regional endogenous development: the role of proximity capital at the age of globalization', *European Planning Studies* 5(3): 407-415.
- H. Demsetz (1967), 'Towards a Theory of Property Rights', *The American Economic Review* 57(2): 347-359.
- S. C. Dow (1999), 'The Stages of Banking Development and the Spatial Evolution of Financial Systems', in Martin, R. E., ed., *Money and the Space Economy*, New York: John Wiley & Sons.
- E. Fama (1970), 'Efficient capital markets: a review of theory and empirical work', *Journal of Finance* 25: 383-417.
- FTMH (2004), 'Le crédit d'entreprise est en péril', in, Berne: Syndicat FTMH.

Financiarisation et filialisation : quelle autonomie pour la PME ?

- N. Grosjean (2000), Globalisation et autonomie des systèmes de production territoriaux, Neuchâtel: Thèse de doctorat de l'Université de Neuchâtel.
- N. Grosjean and O. Crevoisier (2003), 'Autonomie différenciée des systèmes de production territoriaux', *Revue d'économie régionale et urbaine* (2): 291-316.
- M. Jensen and W. Meckling (1976), 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- H. Loiseau (2001), 'Des groupes de la taille d'une PME: un phénomène en plein essor', in *INSEE Première*, 4.
- D. Maillat, O. Crevoisier, I. Wermeille, J.-P. Rudolf and A. Schneiter (1996), 'Le financement du développement endogène dans l'Arc jurassien', *Dossiers de l'IRER*: 47.
- H. M. Markowitz (1959), *Portofolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, New York: Wiley.
- F. Morin (1998), *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Paris: Les Editions de Bercy.
- Orléan (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris: Odile Jacob.
- M. Pedergnana and C. Schacht (2004), 'Le financement des PME par le crédit dans un paysage à forte concentration bancaire', in *La vie économique*, 16-22.
- F. Varela (1989), *Autonomie et connaissance*, Paris: Le Seuil.