

Antoine Rebiscoul

Financiarisation, corps propre de l'entreprise et figure du développement durable

Pour comprendre l'engouement des entreprises pour le développement durable, il ne faut pas craindre de rentrer dans le détail technique des logiques financières. Devenues prisonnières de l'exigence de comparabilité produite par les marchés financiers, les entreprises utilisent les immatériels tels que le développement durable pour se reconstituer une vision de l'avenir plus longue et surtout difficilement évaluable selon les critères courants.

La figure du développement durable, comme passage obligé de toute stratégie d'entreprise respectable, est apparue au milieu des années 1990. On s'intéresse ici non pas aux facteurs exogènes, bien que décisifs, qui ont pu largement alimenter l'ardente nécessité d'une reconfiguration des modes de production : prise de conscience des grands enjeux environnementaux, intégration des externalités négatives aux cycles de production, afin de mieux les réguler, consistance politique donnée au « principe de précaution » etc. Ce qu'on cherche plutôt à montrer, c'est que l'affirmation d'un prolongement, d'une durée propre à l'activité de l'entreprise, peut également être replacée dans la crise des représentations des périmètres des firmes consécutive au double mouvement de « financiarisation » et de montée en puissance des valeurs dites immatérielles dans les facteurs de production.



Pour le dire schématiquement: le paradigme de l'entreprise industrielle, en capacité de réussir l'optimisation interne de ses capitaux par des gains de productivité endogènes, a cédé la place, dans les années 1990, à un tout autre paradigme, celui de l'entreprise financière, soumise à une comparabilité généralisée de ses performances par rapport à l'ensemble de son secteur d'activité, voire par rapport à l'ensemble des marchés de placements. Autant, l'entreprise industrielle est bâtie autour de son corps propre, tournée vers la maîtrise de ses propres facteurs de capitalisation. Autant, l'entreprise financière n'acquiert une identité et un périmètre que comme résultats d'une comparabilité qui devient première.

Cette relative dissolution de l'identité micro-économique des firmes, au profit de facteurs de production qui lui sont extérieurs (sous-traitance, priorité donnée aux politiques de marketing et de notoriété sur les investissements d'ingénierie), est peut-être une des clés de compréhension de l'extraordinaire fortune de la rhétorique de développement durable: en s'inscrivant dans la temporalité de ses propres externalités, l'entreprise globalise également ses propres facteurs de productivité – elle les rend plus complexes à appréhender d'un pur point de vue de comparabilité immédiate, elle laisse apparaître un certain nombre de valeurs latentes qui sont autant d'options d'avenir. De ce point de vue, le développement durable peut être compris comme une forme de réponse tactique, de réponse « du berger à la bergère », des exécutifs d'entreprises à l'arithmétique immédiate de la comparabilité financière: une recréation de corps propre « hors les murs », fondée davantage sur des calculs et considérations macro-économiques que sur des stratégies de rentabilité. Raison pour laquelle, également, il est comme de l'essence des politiques de développement durable de tourner aux enjeux d'image et de communication plutôt qu'à des pratiques de reconfigurations lourdes: bâtir les conditions d'un corps propre « hors les murs », c'est d'abord prendre l'opinion publique à témoin, c'est donner une forme de temporalité socio-politique aux questions classiquement purement internes et secrètes d'allocations d'actifs.

L'efficience de la comparabilité financière

Le modèle congloméral a connu son heure de gloire pendant les Trente Glorieuses, en raison d'une supériorité du « marché interne des capitaux » sur la complexité et la relative inefficacité des marchés financiers, soumis à des réglementations nationales protectrices et à une réglementation antitrust limitant les options alternatives de croissance.





À partir du début des années 1980, la masse des investissements nécessaires pour atteindre des tailles critiques pousse au « recentrage », dont les finalités sont encore industrielles : tirer partie des gains de productivité internes (moins mais mieux) et gagner la prime au leadership dans son industrie.

Dans les années 1990, les stratégies de recentrage et de « pure player » deviennent plus financières qu'industrielles : en diversifiant son portefeuille de placements, l'actionnaire gère plus efficacement les risques que ne peuvent le faire les groupes en pilotant eux-mêmes leur diversification.

Cette inversion est décisive, et il faut bien en comprendre les termes :

1- L'asymétrie de l'information existant entre actionnaires et exécutifs des entreprises s'est retournée au profit des actionnaires, en raison de la constitution de grands fonds de pension et d'investissement d'une part et des ruptures technologiques introduites par les NTIC permettant une comparabilité généralisée des performances des entreprises à une échelle mondiale et en temps réel d'autre part. Classiquement, l'actionnaire confie ses fonds à l'entreprise, et ne peut calculer leur rendement que *ex post*. Avec la constitution de fonds puissants, pourvus de capacités d'information globalisées, l'actionnaire dit à l'exécutif : je vais gérer moi-même mes risques et, puisque je peux comparer les performances des investissements, je t'impose un engagement sur un taux que je fixe *ex ante*.

ICf. la bonne analyse de Yann Moulier Boutang par exemple : « la globalisation traduit l'application systématique de ce que les micro-économistes appellent le coût d'opportunité. À une différence près : la mesure de ce coût d'opportunité était partielle, locale et fortement hétérogène, si bien qu'elle n'avait guère d'intérêt opérationnel. Avec un marché financier à l'échelle mondiale et des procédures de tâtonnement walrasien qui expliquent le ratio très élevé d'allées et venues des capitaux par rapport aux investissements directs, la norme de rentabilité financière précède la traditionnelle séquence fordiste », in *La viabilité d'un capitalisme à la fois porté par la dynamique des connaissances et le développement de la finance*, Université de Toulouse I, LEREPS/GRES, 7 juin 2005.

2- Cette asymétrie nouvelle a rendu possible la mise en application effective de la « création de valeur pour l'actionnaire ». Les stratégies d'actifs ont été déconcentrées aux niveaux de gestion les plus fins à l'intérieur des Groupes, afin de faire apparaître dans toute décision prise le coût d'opportunité¹ du capital engagé. Ce fut, dans les stratégies d'entreprises, notamment pour les groupes les plus industriels fortement consommateurs de capital



immobilisé sur un temps long, la mode de l'*Economic Value Added* (EVA²) qui a beaucoup prospéré à la fin des années 1990. Ainsi, le coût du capital n'est plus considéré comme une conséquence de l'exploitation : c'est en fonction du coût du capital que les structurations des lignes d'exploitations, le périmètre des *business units*, les décisions de « faire ou faire faire à l'extérieur » sont prises. La recherche de création de valeur pour l'actionnaire incite à démontrer en permanence que l'entreprise en demande de capitaux est au moins au niveau de ce que l'ensemble du marché des placements est susceptible d'offrir. En ce sens, le capitalisme dit actionnarial est aussi et peut-être en premier lieu un capitalisme actuariel : il organise toute l'entreprise, et toute sa chaîne de valeur, en fonction de sa capacité à atteindre un niveau de rentabilité des capitaux engagés supérieur au taux d'actualisation, qui n'est lui-même que l'expression de la puissance de comparabilité des actionnaires.

3- Les métiers du risque et de la diversification, dès lors, ne sont plus guère ceux des entreprises, mais sont devenus ceux des investisseurs. Ce n'est plus à l'entreprise de se diversifier : sa mission est de se rendre comparable par rapport à ses concurrents et de réaliser des « synergies internes » permettant une progression de la productivité mixte capital-travail comptabilisée par le *Return on Capital Employed* (ROCE), qui ne prend sens qu'en fonction d'un Coût Moyen Pondéré du Capital (CPMC, ou *Weighted Average Cost of Capital*, WACC) déterminé non par l'entreprise elle-même, mais par le niveau de risque fixé par le consensus des analystes financiers.

2 Méthode formalisée et brevetée par le cabinet Stern & Stewart en 1991 et largement utilisée, sous d'autres noms, par les autres acteurs du conseil en stratégie (Mc Kinsey, Boston Consulting Group, Bain, etc.). Si le concept de coût d'opportunité n'est aucunement une nouveauté, et constitue même une banalité micro-économique, en revanche, l'efficace propre d'une comparabilité généralisée, intersectorielle, du coût des capitaux engagés dans les décisions d'investissement est bien un paramètre inédit.

4- Afin de réduire le coût moyen pondéré du capital, les entreprises ont mis en œuvre trois leviers principaux :

- a- l'endettement, qui est une forme de transferts de risques liés au coût du capital sur les créanciers, et qui permet d'accroître l'EVA ; depuis cinq ans cependant, le désendettement massif des grandes entreprises cotées a créé une forme de spécialisation de maniement de l'endettement par les fonds de *private equity*
- b- la réduction de la base des actifs par externalisation (*asset light strategy*) qui permet d'augmenter le *Return On Equity* (ROE)



c- le rachat d'actions, qui mécaniquement augmente leur résultat par action (p.e.r.)

5- Le capital et les actifs ne sont plus considérés comme des stocks et des socles stables permettant une réassurance des variations de l'exploitation. Les actifs acquièrent une réalité en flux : leur valeur d'échange prend la primauté sur leur valeur d'utilité. Cette autonomisation du marché des actifs, dont la vivacité des pratiques de fusions et acquisitions est l'illustration, incite à une « désimmobilisation » forte de l'ensemble des structures de production. Une forte prime est donnée aux entreprises capables de reconfigurer rapidement leurs outils industriels : ce qui concourt à la sécurité d'un investissement, ce n'est plus sa pérennité, voire son effet de taille, mais bien davantage la capacité de le redéployer vers un secteur d'activité plus performant. Plus l'outil de production apparaît comme léger, aisément mobilisable, adaptable, ou liquidable, et plus la présence dans le capital peut être facilement reconsidérée.

6- Ce qui fait la valeur fondamentale d'un actif n'est plus le lien « dynamique » qu'il entretient avec les capacités d'exploitation dont il dessine le périmètre – les variations souhaitables de ce périmètre dessinant à leur tour les objectifs d'investissement. C'est bien plutôt son degré de transférabilité, sa valeur de cession potentielle, sa valeur propre à la découpe si on veut, qui, parce qu'ils inscrivent l'actif dans son propre marché, incitent à le voir « statiquement » comme entité séparable – d'autant plus valorisable qu'elle est séparable³. Plus la valeur de l'actif devient contractuelle, moins elle est substantielle et assise sur les fondamentaux de l'exploitation. Plus c'est la valeur de marché qui compte et qui apparaît comme l'horizon de toute conception de la valeur, et plus la globalisation du calcul de rentabilité du capital incite à une « liquidabilité permanente de ce que l'entreprise (ou les collectivités publiques) considèrent comme des intangibles, ou des actifs mobilisables à très long term e⁴ ».

³ Sur le passage d'une comptabilité « dynamique » à une comptabilité « statique », voir Michel Aglietta et Antoine Rebéïoux, *Le dérivés du capitalisme financier*, Albin Michel, 2004.

⁴ Yann Moulner-Boutang, *La viabilité d'un capitalisme à la fois porté par la dynamique des connaissances et le développement de la finance*, Université de Toulouse I, LEREPS/GRES, 7 juin 2005.

7- Comme le note justement Patrick Artus, « la question de la temporalité est au cœur de l'approche par la juste valeur : en s'intéressant exclusivement à la valeur instantanée de l'entreprise (une sorte de valeur à la casse, ce qui montre bien qu'elle est adaptée avant tout aux besoins des investisseurs soucieux de





connaître à tout moment la valeur de leurs actifs comme de ceux qu'ils sont susceptibles d'acheter), elle pousse les dirigeants à choisir les investissements rentables rapidement de préférence à ceux dont la rentabilité est obtenue plus tardivement [...]. Dans cette logique d'évaluation, l'entreprise n'est pas perçue comme un tout dans lequel les activités se valorisent les uns les autres, mais comme une simple addition d'activités que l'on pourrait à tout moment découper selon le pointillé⁵ ». De fait, la *fair value* est comme un mouvement de balancier vers une conception « mécaniste » de l'entreprise, comprise comme agrégat de valeurs réelles ou latentes. Elle amoindrit l'idée même de « corps propre » ou de « corps social » de l'entreprise, qui ne peut plus être compris comme un lieu « hors marché » de mise en commun de capacités et d'énergies ayant une consistance organique.

Les nouveaux relais de croissance imaginables par l'entreprise sous fort contrôle de « gouvernance » doivent surmonter une contradiction considérable, qui ne peut qu'aller grandissante, entre :

- normes de comparabilité imposées par les marchés lorsqu'ils regardent l'entreprise comme un tout organique irréductible à la somme de ses parties qui, comme tel, est producteur de « synergies » et d'effets de rendements,

et

- obligation, imposée par les mêmes marchés, de mise en lumière de la « séparabilité » analytique des activités permettant de révéler la « juste valeur », la *fair value* des actifs.

La réponse du berger à la bergère

La seule voie viable du point de vue de la création de valeur, bien que risquée et hasardeuse, semble être dès lors celle de la montée en compétences massive du cœur de métier : *apparaître* ainsi non plus comme un acteur de son industrie, mais comme celui qui la structure de fond en comble, par la maîtrise des droits d'accès, ou de la « convergence » entre « contenant et contenu », ou de la supériorité technologique, ou de la puissance de la marque.

Cette extériorisation des principales sources de valeur porte en elle-même les lignes de compréhension de la crise des droits de propriété. Le capital n'est plus un patrimoine constitué par une longue agrégation

⁵ Patrick Artus et Marie-Paule Virard, *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*, p. 129, La Découverte, 2005.

de savoir-faire secrets, invisibles, immobilisés dans un outil de production stabilisé : les actifs immatériels sont des savoirs vifs, en mouvement permanent, tournés non vers l'accumula-



tion mais vers la différenciation. Ils se multiplient avec une rapidité déconcertante : si je te donne une idée, je ne la perds pas en te la donnant. Mais, revers de la médaille, les actifs immatériels sont fortement volatils. Ils n'ont de réalité reconnue que parce qu'ils sont visibles et prennent le risque de s'exposer. Leur évaluation imbrique indissociablement – mais de manière parfois déséquilibrée – l'analyse de leurs fondamentaux et de leur valeur perçue par la société. L'entreprise reine, dans ce contexte repensé, réussit le tour de force d'être à la fois peu consommatrice de capital immobilisé et d'acquérir une valeur perçue maximale. Son ressort secret, c'est d'orchestrer le rendement le plus habile possible de tendances, de modes de consommation et d'échanges, dont elle réussit l'appropriation alors même qu'elle a plus contribué à les magnifier qu'à les créer⁶. Attirante, gratifiante, distinguante, elle assemble et sublime des phénomènes sociaux qui, *a priori*, n'appartiennent à personne en particulier. Sa principale bataille, c'est la perpétuation de sa présence au cœur de l'espace public⁷.

Les mutations des modèles économiques en jeu sont considérables. Il s'agit de passer de la comptabilisation et de l'optimisation des volumes des *outputs*, régis par les lois de la productivité des facteurs de production, à la valorisation des *outcomes* (droits d'accès, forfaits, valorisation des dynamiques de parts de marché et des capacités de *customer relationship*, évolution du revenu moyen par consommateur mais surtout notoriété et audience, qui acquièrent par elles-mêmes une valeur⁸).

Puisque les investissements lourds sont difficiles à justifier auprès d'actionnaires exigeant des retours sur engagement de plus en plus rapides, et que, en un sens, la notion même d'investissement est devenue problématique, la source principale de valeur ajoutée devient la captation d'externalités⁹ positives sur lesquelles aucun droit de propriété n'est établi : marques se créant une légitimité dans

⁶ Les acteurs de cette figure nouvelle de l'entreprise reine correspondent bien, sous l'angle de la sociologie du travail décrivant ces mutations, au manager « artiste » brillamment analysé par Luc Boltanski et Ève Chiapello dans *Le nouvel esprit du capitalisme* dès 1999.

⁷ Ce dernier paragraphe reprend pour partie une tribune du *Monde Économie*, 1^{er} mars 2005, *L'association entre métiers du chiffre et métiers du sens paraît inévitable*, Félicité Herzog, Philippe Lentschener, et Antoine Rebiscoul.

⁸ L'évolution de la téléphonie depuis dix ans, et celle, en cours, du marché de l'énergie, sont particulièrement emblématiques de ce point de vue.

⁹ Une externalité, pour définir de façon simple ce concept économique, est la conséquence indirecte d'une action ou d'une transaction. Lorsque les abeilles d'un apiculteur butinent et fécondent le verger de son voisin, il y a, par l'action propre des abeilles, qui ne recoupe ni l'intention ni les finalités de l'apiculteur, création d'une externalité positive. La pollution émise par une usine est une externalité négative. En un sens, l'économie des biens publics, biens dits non excluables (on ne peut en



l'identité culturelle collective, détournement des codes et « signifiants flottants » à forte charge symbolique, explicitation des finalités de l'entreprise sous une forme non-économique, voire anti-utilitariste – par

exclure personne de leur jouissance) et non rivaux (la jouissance par un agent donné n'en amoindrit pas l'intensité pour d'autres) est une économie des externalités. Dès lors qu'une réalité collective n'est pas réductible à des transactions particulières, elle dessine une externalité.

10 Tom Ford quittant Gucci ou l'évaluation des mérites de Daniel Bernard à la tête de Carrefour – de même que les effets comparés des médiatisations de Jean-Marie Messier ou Carlos Ghosn deviennent ainsi, dans leurs planètes respectives, des enjeux cruciaux d'analyse financière.

11 Dynamique à laquelle les spécialistes de l'identité de la marque et de la *brand equity*, qui théorisent à n'en plus finir la patrimonialisation des marques autour de la métaphore de l'ADN et de ses expressions « biologiques », ne comprennent pas grand chose – ou comment le marketing réagit plus ou moins consciemment, par substantialisation et *eugénisation* des ses propres objets d'étude, à l'emprise de la *fair value* et à la dématérialisation des fondamentaux économiques. D'une façon générale, plus un marketeur parle de l'authenticité et de la consistance objective de l'expression symbolique de ses produits, plus il signe sa propre angoisse – il faut les rassurer, ce qui allégerait notablement leur néo-scolastique.

les thématiques du « développement durable », de « l'entreprise citoyenne » ou, plus décisivement encore, par la construction de la figure de la génialité visionnaire ou créative du patron, du designer, toutes individualités respectables qui deviennent autant de *badwills* ou *goodwills* sur pattes¹⁰.

Les métiers de production, souvent les plus intenses en capital, sont largement externalisés, tandis que l'entreprise cherchera à renforcer sa notoriété (marketing, communication), sa légitimité perçue, mais aussi la prise directe qu'elle exerce sur son marché afin de réduire la place des intermédiaires dans la collecte de la marge (enjeu de la maîtrise de la distribution). Ses sous-traitants ne sont pas comptabilisés dans son périmètre officiel, alors même qu'ils supportent la part la plus importante du coût du capital, voire des risques d'exploitation. Afin de piloter la *fair value* de ses actifs, l'entreprise n'aura de cesse de chercher à étendre son périmètre de légitimité: de productrice de biens, elle deviendra « intégratrice de solutions », « systémier », « concepteur »¹¹.

À la croissance substantielle des modèles économiques industriels (par productivité des facteurs de production et optimisation des allocations internes de capitaux), la financiarisation a répondu par une reprise en main formelle, afin d'en finir avec ces trappes à valeur qui constituent selon elle les corps sociaux des entreprises – trappes dont la cause est à rechercher, pour les idéologues de la gouvernance, du côté d'une excessive concentration des pouvoirs et des intérêts dans les seules mains des exécutifs d'entreprise. Comparabilité généralisée, séparabilité des





actifs, substitution des valeurs d'échange aux valeurs d'utilité furent de puissants outils de guerre dont la finalité première a été de déboulonner les prétentions excessives du capitalisme managérial.

Or, cette financiarisation, à son tour, crée un mouvement puissant de phénoménologisation¹² des critères de valeur et de croissance : démonstration permanente de la valeur des actifs en les soumettant aux suffrages de l'opinion (des marchés financiers comme des consommateurs), territorialisation de la légitimité par captation de signifiants instables, sans cesse reconfigurés, sémiologisation de la définition des raisons sociales, abstraction sans cesse revendiquée et repoussée du bouclage du modèle économique (de producteur à constructeur, de constructeur à assembleur, d'assembleur à systémier, de systémier à intégrateur etc.), sacralisation des marques, devenues pierres de touche ultimes de l'ensemble de l'édifice – son seul liant véritable, qui est à la fois l'indice de sa puissance et celui de son inquiétante fragilité.

Le problème des immatériels : l'absence de « bouclage » des modèles économiques

Les écarts croissants entre *goodwill* et capitaux propres pour les grandes entreprises cotées ne sont que l'illustration de cette absence de bouclage continué, assumé, du cœur de métier et du corps propre de l'entreprise. Un *goodwill* est un reste économique, une valeur irréductible aux fondamentaux, comptables ou d'ores et déjà valorisés. Lorsqu'une entreprise en achète une autre, ou une part d'une autre entreprise, elle consent le plus souvent à payer une surprime, qui n'est autre que la variation d'intensité du futur dessiné par le nouvel ensemble, ramené aux futurs dissociés des

¹² Par phénoménologisation, on entend : toute activité économique qui intègre la question de sa perception dans la détermination de sa valeur. C'est le cas lorsqu'une valeur d'usage ne trouve sa détermination que par sa valeur d'échange, actuelle ou virtuelle. Ou encore : lorsque la relation prime sur la substance, lorsque la substance n'est que l'intégration de variations relationnelles, on passe du paradigme des biens tangibles à celui des *phénomènes*. L'identité et la consistance ne sont plus dès lors que des illusions portées par une réalité plus profonde, celle de l'écart et de la différence. Que se passerait-il si, par une forme de « révolution copernicienne », on considérait d'abord les modes de structuration et de valorisation de ce qui semble à première vue sans fondements tangibles, pour ensuite en dériver la compréhension de l'ordonnement de ce qui est réputé substantiel ? C'est une banalité philosophique que de chercher à inverser l'ordre des conséquences entre ce qui relève de l'être et ce qui relève de la relation (Leibniz lecteur de Descartes, Kant lecteur de Leibniz, Hegel lecteur de Kant etc.) – exercices spirituels qui pourraient inspirer bien des économistes. En raison de leur tropisme consistant à toujours poser d'abord la question des fondamentaux (industriels) pour ensuite en dériver les effets « perturbateurs » de jeux d'opinions ou de mimétismes, les économistes *sérieux* prêtent beaucoup trop peu d'importance à la question de l'efficacité propre des métiers par exemple du marketing et de la publicité dans la croissance. Une lecture comparée des figures économiques et des figures philosophiques serait sans doute bien instructive.





13 Les *goodwills* et actifs immatériels comptabilisés représentent une part pratiquement égale à celle des fonds propres dans les grandes entreprises françaises et européennes. Voir *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Commissariat général du Plan, 2002. Et Nicolas Véron et Bruno Husson, *Attention aux goodwills*, Option finance, mars 2004.

14 Malgré le sérieux de circonstance qui sied à tels propos, on ne peut pas ne pas relever le comique relatif de cette situation et de cette thèse, dont les termes définissent un vaste jeu de dupes au tour de la question des immatériels, tantôt compris comme restes transactionnels par la comptabilité, tantôt lus comme matérialisation du futur par la finance, tantôt identifiés aux ressorts définitifs de la signification et de la subjectivation par la publicité et le marketing, pour, en fin de course, révéler les secrets ultimes de l'innovation et de la croissance (économistes orthodoxes), ou la démonstration et d'une inefficacité radicale des marchés, et d'une structuration fondamentale de l'économie par les biens publics (économistes hétérodoxes). Que tous aient à ce point besoin de ce concept, pour définir les limites de leur propre champ, pour téléologiser leur propre savoir, est peut-être le symptôme d'une mutation profonde, précisément, des modes de territorialisation des différents champs les uns par rapports aux autres – la question de l'immatériel définissant l'ordonnement de l'ensemble des savoirs pratiques.

deux entités prises séparément. Il y a *goodwill*¹³ lorsque le tout apparaît comme supérieur à la somme des parties. En ce sens, ce qu'expriment les *goodwills*, au-delà de leur définition comptable, c'est bien l'irréductibilité des virtualités de l'entreprise à son potentiel identifié de ressources et de développement. Qu'y a-t-il dans cet écart entre le virtuel et le potentiel, qu'est-ce qui le fonde et le constitue ? Ce qu'on voudrait dire ici, c'est que c'est cette question, celle de l'irréductibilité de l'écart entre le virtuel et le potentiel, qui permet, peut-être, de comprendre les lignes organisatrices du nouveau capitalisme, et notamment le rapport de force inédit qui se dessine entre entreprises et investisseurs.

Le *goodwill* est bien l'actualisation du possible de l'entreprise. Mais, coupée par les nouvelles règles du jeu du capitalisme de toute relation à son corps propre (qui ne produit pas de valeur par absence de séparabilité) et au développement de sa temporalité (qui est contraire à l'instantanéité de la *fair value*), elle progresse désormais non par capitalisation de sa propre histoire et de ses savoirs, mais par capillarité et préemption de territoires d'expression.

Ainsi, la montée en puissance considérable des données dites immatérielles dans les valorisations d'entreprise peut être lue comme une forme d'endogénéisation, d'intégration et de digestion par l'économie des acteurs productifs du pouvoir de virtualisation de la financiarisation. Un peu comme si la finance – y compris l'autoréférentialité financière – produisait, elle aussi, ses propres externalités, sur lesquelles l'économie matérielle trouve comme un terrain fertile et un nouveau type de fondements¹⁴.





Il y a ainsi une virtualisation des entreprises qui est à la fois cause et conséquence de la financiarisation, une appropriation par les entreprises elles-mêmes des virtualités dessinées par la financiarisation. La finance les oblige-t-elle à se délester de leur corps propre, de leur intériorité, et de leur temps intrinsèque, afin de se rendre toutes benchmarkables sous le même étalon de la comparabilité boursière ? Elles obtempèrent, certes, mais en créant des formes d'organisation inédites, localisées hors d'elles-mêmes, à leurs propres interfaces avec la société et les technologies. Elles délaissent, ce faisant, les structures productives classiques, avec leurs identités professionnelles stabilisées, leurs produits standardisés, leurs innovations planifiées. Mais elles recréent d'autres moteurs de production, davantage fondés sur des assemblages de dynamiques sociales et sur des convergences sémiologiques que sur des allocations de ressources matérielles : si le marketing a largement détrôné l'ingénierie dans l'ordonnement de la valeur ajoutée, c'est bien parce que la conception des biens est davantage l'expression de positionnements dynamiques que le résultat de séquences de production logées dans l'intériorité secrète de l'entreprise.

Ainsi, les actifs les plus contributeurs à la valeur ne sont plus les capacités de production tangibles et stabilisées, mais la R & D et l'innovation (valeur du futur), les marques (valeur de l'ancrage dans l'opinion), la cohérence de la stratégie de portefeuille d'activités (valeur de la capacité de l'entreprise à étendre son territoire de légitimité et à démontrer ainsi que « le tout est supérieur à la somme des parties »).

Pour rendre compte de cette mutation, qui seule explique la part croissante des écarts d'acquisition (soit : la part de valeur non réductible aux fondamentaux comptables ou boursiers lors d'une transaction sur un actif), constitutif des *goodwills*, il faut bien abandonner une conception exclusivement patrimoniale de la valeur des actifs. C'est tout le sens du concept de *fair value* introduit comme principe directeur par les nouvelles normes comptables européennes IFRS¹⁵ : « le but de l'adoption d'un référentiel international est avant tout la comparabilité, la transparence, et la lisibilité¹⁶ ». L'entreprise doit redémontrer chaque année que la valeur de marché de ses actifs acquis est au moins maintenue. La vocation des actifs n'est plus nécessairement de concourir à un incorporation ou consolidation durable dans une

¹⁵ International Financial Reporting Standard, mises en application pour l'ensemble des sociétés cotées européennes depuis le 1^{er} janvier 2005.

¹⁶ René Ri col et Sonia Bonnet-Bernard, « L'application des normes IFRS », *Sociétal*, n° 50, nov. 2005





capacité industrielle intégrée : c'est bien plutôt la preuve de leur séparabilité potentielle, porteuse d'éventuels produits de cession à venir, qui permet la révélation de leur valeur¹⁷.

Les comptables, dont le métier était le constat, doivent par conséquent porter une appréciation et une évaluation sur des données prévisionnelles. Cette financiarisation de la comptabilité n'est pas la moindre des mutations : c'est qu'un changement d'outil de mesure n'est pas une simple modification d'une convention, mais a une incidence profonde sur l'objet mesuré et sur les incitations des acteurs.

Rendre compte des immatériels est une tâche complexe, car ces valeurs obéissent à des principes bien spécifiques, parfois paradoxaux :

¹⁷ C'est tout le sens du débat actuellement en cours au sein des professions comptables concernant la mise en application de la norme IAS 36 du nouveau référentiel international. Cette disposition, qui concerne le traitement réservé aux dépréciations d'actifs et au choix des paramètres à prendre en compte, permet aussi bien de faire apparaître une valeur d'utilité par actualisation des cash-flows futurs de trésorerie que de mettre en évidence une valeur de marché – voire, pratiquement, de combiner les deux approches. Cette nécessaire pluralité des méthodes de valorisation marque bien l'écart existant entre le concept de *fair value* et les situations réelles des conditions de l'évaluation, qui disposent (très) rarement d'un marché « pur et parfait » de référence. Cf. sur ces questions *La valeur des actifs du CAC 40 : comment les grandes sociétés françaises communiquent-elles sur leurs tests de dépréciation ?* Alexis Karklins-Marchay et Yann Magnan, Associés, Ernst & Young Valuation, décembre 2005.

1- Leur périmètre est largement extérieur à celui de l'entreprise considérée strictement comptablement (une marque vit dans l'esprit des consommateurs, une R & D définit un futur construit par conjectures, un positionnement stratégique ne prend sens et valeur que par rapport à l'ensemble d'une industrie voire, plus décisivement encore, par rapport à une sphère de légitimité nouvelle, permettant à l'entreprise d'apparaître comme un « intégrateur » d'industries différentes)

2- Leur développement ne progresse pas par économies d'échelles à périmètres constants ; ils n'empruntent pas nécessairement les voies de la productivité et des synergies : une entreprise se constituant en « pure player », animée par un modèle économique structurant, renoncera à cultiver en son sein l'émergence de nouveaux relais potentiels de croissance, périphériques à son cœur de métier actuel ; elle favorisera ses actifs tangibles plutôt que ses immatériels. Les synergies unifient et homogénéisent, tandis que les créations d'immatériels vivent de séparabilité et de spécificité.



3- Les immatériels sont ainsi grandement volatils, voire spéculatifs, et défient les normes de la comptabilité, pour des raisons qui tiennent profondément aux modèles économiques qui les abritent. « Les investissements immatériels obéissent à une logique du « tout ou rien ». S'ils échouent, ils sont intégralement perdus car ils sont irrécupérables; s'ils réussissent, les profits peuvent être considérables grâce à un effet de levier important. L'un des défis majeurs auquel sont confrontées les entreprises dans l'économie du savoir et de l'immatériel est de trouver des financements pour ces investissements dont le rendement potentiel est élevé mais incertain¹⁸ ».

4- Pour cette raison, une forte tension, porteuse de toutes les crises actuelles dites de gouvernance, se fait jour entre la tendance structurelle de l'actionnaire à imposer les normes de comparabilité sectorielles voire intersectorielles aux entreprises d'une part, et la revendication de l'entreprise à faire reconnaître la réalité et la valeur de ses immatériels d'autre part.

Les droits de propriété qu'ils produisent sont plus complexes que ceux liant d'autres actifs: propriété intellectuelle, artistique, mais au-delà, de façon moins balisée, capacité à préempter des phénomènes d'opinion, à capter des externalités positives impliquant de nouvelles formes de négociations avec les puissances publiques

La figure du développement durable

Par la substitution de la valeur d'échange à la valeur d'usage, par l'exclusivité de la lecture de la valeur d'usage à l'aune de la *fair value*, la financiarisation de la comptabilité, en retour, marginalise le principe même d'une capitalisation endogène des facteurs de production. Or, comment émettre des droits de propriété sur sa propre extériorité? Quels sont les ressorts d'une capitalisation de l'activité phénoménale? Cette antinomie ne trouve de résolution que dans le dépassement de la question de l'identité des biens par celle de l'audience et de la maîtrise des virtualités de diffusion des biens.

C'est en ce sens qu'on peut comprendre l'expression brillante de Yann Moulier Boutang: « on peut soutenir que l'une des principales activités du capitalisme cognitif¹⁹

¹⁸ Dominique Pihon, Finance et économie de la connaissance: des relations équivoques, CEPN-CNRS UMR 7115 Université de Paris 13, Communication au séminaire du Matisse du 29 novembre 2005.

¹⁹ Voir par exemple: Vers un capitalisme cognitif, Entre mutations du travail et territoires, Sous la direction de Christian Azaïs, Antonella Corsani, Patrick Dieuaide, L'Harmattan, novembre 2001.



est la production de différentes sortes de publics²⁰ ». L'entreprise phénoménologisée avalise la dissolution de son corps propre rendu nécessaire par la conformité aux normes de la bonne gouvernance, mais se resubstantifie en quelque sorte hors d'elle-même, au cœur de la communauté de ses publics. Elle abandonne la question des droits de propriété sur les biens, pour mettre l'accent sur la maîtrise des publics (cf. l'importante fortune de tous les modèles de croissance fondés sur l'émission d'abonnements et de forfaits). Les publics de l'entreprise sont ainsi directement intégrés dans sa chaîne de valeur, ce qui bouleverse plus encore la séquence traditionnelle production – collecte de la marge par commercialisation.

On passe de modèles tirés par la comptabilisation et l'optimisation de la production d'outputs à une valorisation pure des *outcomes* de l'entreprise. Dans une économie de *l'output*, c'est la capacité de standardisation des biens qui est le ressort des économies d'échelles et des gains de productivité permettant une croissance organique. Dans une économie de *l'outcome*, c'est la singularité et la spécificité de la relation de l'entreprise à ses publics qui permet tous les modèles de valorisation, souvent extrêmement volatils, fondés sur les projections et actualisations des potentiels de parts de marché. L'entreprise ne valorise plus sa propre production, mais l'anticipation de sa réception par son marché actuel et potentiel : elle cherche à faire signer son taux d'actualisation par ses propres publics. Ses publics deviennent comptables de la permanence, de sa durabilité : ainsi naît et durabilité. La plus forte prospère la figure du développement durable. Valorisation donnée structurellement aux entreprises en capacité d'imposer une forfaitisation de leur relation aux clients par rapport aux entreprises à production discrète (un bien ou un service clairement délimité) est la conséquence de ce schéma. C'est qu'un forfait est une actualisation de *cash-flows* futurs actée par le client lui-même – avec par conséquent une prime de risque bien affaiblie. Indépendamment même des contenus effectivement délivrés, la relation forfaitisée avec le client, cheval de Troie enclenchant le dépassement de la légitimation par les seuls *outputs*, permet d'envisager toutes les extensions possibles de fonctionnalités nouvelles. Seules les entreprises intégratrices, démontrant leur capacité à offrir et capter de nouveaux usages de consommation, peuvent se permettre une telle création de continuité. Plus leur cœur de métier est présenté et perçu comme immatériel, comme une pure machine à rêves, plus

²⁰ La viabilité d'un capitalisme à la fois porté par la dynamique des connaissances et le développement de la finance, Université de Toulouse I, LEREPS/GRES, 7 juin 2005.





elles accompagnent leurs offres de disruptions²¹, et plus la prime de risque occasionnelle causée par ces disruptions est compensée en retour par une prime d'incomparabilité qui les rend pleinement maîtres de la dialectique de l'offre, de la demande, des besoins et du désir.

Un *output* est un bien fini, achevé par le producteur et livré ainsi au consommateur – et l'acte de consommation entraîne également sa totale disparition. Il relève, en ce sens, de la dialectique du besoin. Un *outcome*, tout au contraire, est une réserve de possibles et de latences, qui implique intersubjectivité et socialisation afin de prendre sens et valeur. C'est cet inachèvement fondamental de l'*outcome* qui lui permet d'être économiquement productif après l'acte d'achat. La consommation n'en vient pas à bout entièrement : il excède, par les signifiants culturels, sociaux, mythiques auxquels il se rattache, sa propre consommation. Il laisse toujours des traces, qui sont autant de matérialisation de sa survaleur économique. Lorsqu'une marque établie lance un nouveau produit, elle ne fait qu'activer ces traces, et économise d'autant les surcoûts liés à la création d'une relation de confiance et de désir d'ores et déjà latente. L'entreprise phénoménologisée territorialise ses propres traces, les agence et les réagence de façon à créer les conditions d'une convergence entre différentes latences éparses²². Plus il est tenable d'avoir un éparpillement étendu de latences, et plus la légitimité tend à l'incomparabilité.

Plutôt que de créer elle-même en son sein ses relais de croissance et d'innovation, intention qui ne passe pas la rampe de la prise de risque financière et de la comparabilité, l'entreprise passe une forme de pacte tacite avec la société : je vais donner forme, sens, et valeur, aux externalités positives sur lesquelles n'existent encore aucun droit établi de propriété, en échange d'une extension de mon degré de légitimité. En ce sens, un *goodwill*, une survaleur, est l'expression financière d'une forme de sphère d'influence de l'entreprise, de son effet d'aura dépassant largement ses fondamentaux

²¹ Jean-Marie Dru, *Disruption – Briser les conventions et redessiner le marché*, Village Mondial.

²² Il faudrait (comme souvent avec les questions contemporaines !) faire ici appel à Gilles Deleuze : « le territoire n'est pas premier par rapport à la marque qui fait le territoire. Les fonctions dans un territoire ne sont pas premières, elles supposent d'abord une expressivité qui fait territoire. C'est bien en ce sens que le territoire, et les fonctions qui s'y exercent, sont des produits de la territorialisation. La territorialisation est l'acte du rythme devenu expressif, ou des composantes de milieux devenus qualitatives. Le marquage d'un territoire est dimensionnel, mais ce n'est pas une mesure, c'est un rythme. Il consense le caractère le plus général du rythme, de s'inscrire sur un autre plan que celui des actions ». *Mille plateaux, Capitalisme et schizophrénie*, Gilles Deleuze et Félix Guattari, 1989, Les Éditions de Minit, p. 388.





et son modèle propre. Ainsi, l'objet même de la mission, de la vocation de l'entreprise doit apparaître comme beaucoup plus global, comme dépassant sa sphère d'activité réelle : à l'extrême, prendre en charge l'avenir de la planète, prendre partie sur des causes macro-économiques, macro- environnementale, devient un *attribut* plus puissant que n'importe quel *positionnement concurrentiel*.

Par un effet de chiasme étonnant, l'État²³, en important les modes de gestion et de comptabilité analytique des organisations placées sous obligation de résultats, se concentre sur l'optimisation de la taille et des coûts induits par l'entretien de son corps propre. Il semble ainsi délaissier la question cruciale de la régulation des externalités. Tandis que les entreprises, afin de reconquérir une forme de tangibilité face à la financiarisation, n'ont de cesse de préempter des pans entiers de la régulation sociale, afin d'asseoir leur sur-valeur sur une reconnaissance continuée de leur action par l'opinion publique.

²³ Illustration élogieuse, la mise en œuvre de la Loi Organique relative aux Lois de Finances d'août 2001 (LOLF) est largement et exclusivement conçue comme un plan de productivité interne au pilotage des politiques publiques, et non comme une opportunité de déconcentrer la mise en évidence, la mesure, la prise en compte des externalités positives comme négatives. Ou comment un outil de sociologie de l'action publique peut devenir, par tropisme technocratique, un plan de productivité industrielle parfaitement inadapté à un État d'ores et déjà largement dématérialisé... L'enjeu principal de l'État étant sans doute celui de la bonne réallocation de son capital intellectuel aux bonnes interfaces – plutôt que celui de la transformation de sa masse salariale en variable comptable.

²⁴ Kant, *Critique de la raison pure*, Dialectique transcendantale.

Les ressorts essentiels de la sur-valeur, ainsi, pourraient bien être à rechercher du côté de capacités nouvelles des entreprises à annexer à leur propre territoire de légitimité ces biens à « effet de levier » de valorisation particulièrement élevé : codes sociaux de beau et du bien, préoccupations « sociétales », conscience des effets indirects de l'action économique – toutes externalités positives qui ont le double avantage d'être des réservoirs sans fin de « positionnements » et des investissements dont les résultats peuvent apparaître à court terme, puisque la question essentielle devient celle du phasage entre la vision préemptrice de l'entreprise et l'expression des modifications sociales – dans une forme d'interactivité, d'abouchement, d'aspiration continuée, qui rend inefficentes et l'antinomie de l'offre et de la demande, et la césure, l'idée même d'une différence existant entre producteur et consommateur. Et le corps propre de l'entreprise n'est plus en son sein : mais dans son reflet, dans son audience, dans une *idée du monde comme totalité*²⁴.

